Mercado de Capitales

Manual para no especialistas

Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)

Posgrado de Especialización en Mercado de Capitales – UBA

TEMAS

Erpen, Mónica
Mercado de capitales . manual para no especialistas. -1a ed. - Buenos Aires : Temas Grupo Editorial, 2010.
274 p. ; 23x17 cm.
ISBN 978-950-9445-82-6
1. Mercado de Capitales. 2. Finanzas. I. Título
CDD 332.04

Fecha de catalogación: 23/07/2010

© Temas Grupo Editorial SRL
Cerrito 136 Piso 3º A
Buenos Aires, Argentina

www.editorialtemas.com
Derechos reservados en idioma español

Director Editorial: Jorge Scarfi
Coordinación General: Julieta Codugnello
Diagramación y diseño de cubierta: Inés Shute Dinamarca

1º edición, 1500 ejemplares, julio de 2010
2º edición, 1500 ejemplares, marzo de 2011
3º edición, 1000 ejemplares, junio de 2011
4º edición, 500 ejemplares, febrero de 2014
ISBN 978-950-9445-82-6

Prohibida la reproducción total o parcial por cualquier medio
sin permiso escrito de la Editorial.

Esta edición de 500 ejemplares se terminó de imprimir en el mes de febrero del año 2014, en Bibliografika de Voros S A. Bucarelli 1160 Buenos Aires.

ÍNDICE

Introducción XI

Capítulo 1: *La economía real y el mercado de capitales. Los flujos de ahorro e inversión* 1
¿Qué son los mercados financieros? 2
¿Cómo se compone un mercado financiero? 3
¿Quiénes son los emisores e inversores en el mercado de capitales? 4
¿Cuál es la relación entre la economía real y el mercado de capitales? 6

Capítulo 2: *Comenzar a invertir* 9
La decisión entre ahorrar e invertir 10
¿Qué tipos de inversores existen? 11
¿Cómo se determina el perfil de un inversor? 11
¿Cuáles son las distintas alternativas de inversión y cómo se accede a ellas? 15

Capítulo 3: *Instituciones del mercado de capitales argentino* 17
El mercado bursátil y extrabursátil 18
El órgano de supervisión y control: La Comisión Nacional de Valores (CNV) 19
El Sistema Bursátil Argentino: instituciones y principales funciones 20
El Mercado Extrabursátil 25
Anexo I: Bolsas y Mercados autorizados por la CNV 29

Capítulo 4: *Participantes complementarios del mercado de capitales argentino* 33
Las Sociedades Calificadoras de Riesgo (SCR) 34
Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) 37
Los Inversores Institucionales 38
Los Inversores Calificados 42

Capítulo 5: *Valores Negociables I. Primeros conceptos* 45
La oferta pública de valores negociables 46
¿Cómo se pueden clasificar los distintos valores negociables? 48

Capítulo 6: *Valores Negociables II. Principales características* 53
Instrumentos de Renta Fija 54
- Títulos Públicos, Letras y Notas del BCRA 54
- Obligaciones Negociables, Valores de Corto Plazo y Cheques de Pago Diferido 56

Instrumentos de Renta Variable 60
- Acciones 60
- Certificados de Depósito Argentino (CEDEARs) 63
- Certificados de Valores (CEVAs) 64

Fideicomisos Financieros (FF) y Fondos Comunes de Inversión Cerrados (FCC) 65
- Valores Representativos de Deuda Fiduciaria (VDF) y Certificados de Participación (CP) 68
- Fondos Comunes de Inversión Cerrados (FCC) 69
- Fondos de Inversión Directa (FID) 69

Capítulo 7: *Las operaciones bursátiles* 71
¿Qué tipo de operaciones se pueden realizar en el ámbito bursátil? 72
- Operaciones de Contado 72
- Operaciones a Plazo 73

¿Cómo se negocian los valores negociables? 77
- Mercado de Concurrencia 77
- Sesión o Rueda Continua de Negociación 78

¿Cómo se liquidan las operaciones? 79
¿Existe una garantía de liquidación de las operaciones? 80

Capítulo 8: *El financiamiento empresario a través del mercado de capitales* 81
Las necesidades y fuentes del financiamiento empresario 82
Financiamiento dentro de la hoja de balance ("*On balance sheet*") 87
Financiamiento fuera de la hoja de balance ("*Off balance sheet*") 90
El financiamiento a Empresas PyMEs 94
Responsabilidad Social Empresaria (RSE) y Mercado de Capitales: una introducción al tema 99

Capítulo 9: *Índices del mercado de acciones* 101
¿Qué es un índice bursátil y para qué nos sirve? 102
Los índices bursátiles del mercado argentino 103
Estimando las carteras teóricas: la "proyección de los índices" 105
Principales índices de acciones de los mercados internacionales 105
Diferencias y similitudes entre los distintos índices 111
La lectura de los índices en los medios 113
Anexo II: SITIOS WEB para acceder a las metodologías completas de los índices bursátiles mencionados en este capítulo 115

Capítulo 10: *Principales bolsas y mercados internacionales* 119
Mercados desarrollados 120
- Estados Unidos 120
- Europa 122
- Japón 124

Mercados emergentes 124
- América Latina 125
- Europa del Este 126
- Asia 126

¿Cómo se puede invertir en valores negociables del exterior? 127
Anexo III: SITIOS WEB de las bolsas y mercados mencionados en este capítulo 129

133

Capítulo 11: *Instituciones de los mercados internacionales* 134
Organismos y Entidades de regulación 137
Federaciones y Asociaciones para la cooperación e integración de los mercados
Instituciones de depósito, custodia y compensación de valores 140
Anexo IV: SITIOS WEB de las instituciones mencionadas en este capítulo 143

Capítulo 12: *Análisis de acciones* 147
La rentabilidad de la inversión en acciones 148
- El precio "ex dividendo" y el cálculo de la rentabilidad 149
- El impacto de los eventos o corporativos 149
El riesgo de la inversión en acciones: definición y cálculo 150
- Otra medida del riesgo: la Beta (β) de una acción 153
Indicadores del Mercado Accionario 154
- La Capitalización Bursátil o Valor de Mercado 154
- El "*Free Float*" o Capital Flotante 155
- La Rotación 155
Herramientas para la toma de decisiones 156
El Análisis Fundamental 157
El Análisis Técnico 169

Capítulo 13: *Análisis de bonos* 175
¿Qué es un activo de "renta fija"? 176
- El flujo de fondos y las condiciones de emisión 176
- Conceptos básicos de valuación 178
El mercado de deuda internacional 183
El mercado de deuda pública local 183
Principales indicadores del mercado de renta fija 185
- Indicadores vinculados al precio o cotización de mercado 185
- Indicadores de rentabilidad 188
- Análisis de sensibilidad y riesgo 192
Curva de rendimientos 199
Administración de portafolios 200
Anexo V: Principales condiciones de emisión de los títulos públicos nacionales 203
Anexo VI: Ejemplo del flujo de fondos y evolución del valor nominal y residual de un bono 209

Capítulo 14: *Los indicadores económicos y el mercado de capitales* 213
Indicadores económicos, expectativas y decisiones de inversión 214
Tipos de Indicadores 215
Indicadores Económicos para Argentina 217
Indicadores Económicos de Estados Unidos 225
Anexo VII: Principales Indicadores de la economía argentina 231
Anexo VIII: Principales Indicadores de Estados Unidos 235

Capítulo 15: *Derivados financieros* 239
¿Qué son los derivados? 240
Los futuros y las opciones 241
Usos de los derivados como herramienta de cobertura, inversión y arbitraje 242
Los futuros financieros: principales características y nociones básicas de valuación 246
- Las especificaciones de los contratos de futuros 246
- Precio teórico de un contrato de futuros 248
- Convergencia del precio de futuro al precio de contado 249
Los contratos de opciones 250
- Las opciones de compra o *calls* 251
- Opción de venta o *put* 254
Las garantías en los mercados de derivados 257
Referencias 259

Introducción

La publicación de este manual es el resultado del trabajo conjunto realizado por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) y del Posgrado de Especialización en Mercado de Capitales de la Universidad de Buenos Aires (UBA). Una reunión que ratifica el compromiso que ambas instituciones mantienen con la formación de recursos humanos, fuente indispensable para el fortalecimiento del mercado de capitales.

La idea que dio origen al libro está fuertemente ligada con la necesidad de difundir entre el público no especializado las nociones básicas sobre el tema. Existe amplio consenso acerca de la necesidad de acrecentar la cantidad de participantes para que el desarrollo del mercado de capitales sea sostenido. Muy pocos inversores conocen las ventajas de diversificar sus ahorros en diferentes tipos de activos financieros, y de igual modo muy pocas empresas conocen las alternativas de financiamiento que el mercado pone a disposición de empresas de distinto tamaño. Dos caras de una misma moneda, ahorro e inversión, que al encontrarse contribuyen al crecimiento del país.

En general, el público no especializado piensa que sólo los grandes inversores y las grandes empresas pueden participar en los mercados de capitales y recibir sus beneficios. Este libro, de carácter introductorio, intenta ser un puente que posibilite encuentros entre los lectores interesados en el tema. Construir un puente: esa fue la imagen que alentó el trabajo del equipo de analistas durante la realización de este manual. Los autores, egresados del Posgrado por un lado y profesionales del equipo del IAMC por el otro, asumieron el difícil desafío de hacer comprensible al lector las complejidades que encierra la dinámica del mercado de capitales.

Desde el inicio el proyecto se propuso enfrentar el desafío de unir en el mismo grupo de trabajo a estudiantes recién egresados del Posgrado con investigadores del IAMC que cuentan con años de experiencia, algunos de ellos también egresados y actuales profesores del Posgrado. Todos ellos convencidos de que

debían buscar las palabras para llegar a esos lectores con deseos de empezar a entender más de este tema que, a veces, se presenta lejano y distante, y que sin embargo da cuenta tan bien del día a día y las posibilidades de un mayor bienestar para la sociedad en su conjunto. Esperamos cumplir con las expectativas de los lectores.

Finalmente, nuestro agradecimiento al Mercado de Valores de Buenos Aires S.A., ya que sin su apoyo la publicación de este manual no hubiese sido posible.

Lic. Mónica Erpen
Directora Ejecutiva IAMC

Dr. José María Fanelli
Director Alterno del Posgrado de
Especialización en Mercado de Capitales UBA

Capítulo 1

La economía real y el mercado de capitales

Los flujos de ahorro e inversión

Es muy común que utilicemos cotidianamente el término mercado financiero y escuchemos a diario hablar de los mercados de capitales, como así también del mercado bancario, pero pocas veces nos detenemos a pensar lo que implican en realidad. Este capítulo nos permitirá aclarar estos conceptos y comprender cómo funcionan y qué papel desempeñan en las economías modernas.

Palabras claves

mercado financiero
activos financieros
unidades superavitarias
unidades deficitarias

¿Qué son los mercados financieros?

Un mercado se puede definir como un ámbito o lugar en donde se encuentran compradores o demandantes y vendedores u oferentes de determinados productos, que pueden ser bienes o servicios.

Los productos que se negocian en el **mercado financiero** se denominan **activos financieros** y otorgan a sus tenedores el derecho a percibir flujos futuros de dinero.

¿Quiénes son los demandantes y los oferentes de estos activos? En una economía moderna existen distintos agentes económicos, como las familias, las empresas y el sector público. Algunos de esos agentes económicos no consumen la totalidad de su ingreso en un período determinado, es decir que generan un ahorro. A este tipo de agentes se los denomina **unidades superavitarias**, y son los que ofrecerán este ahorro en el mercado financiero con el objetivo de incrementar sus posibilidades de consumo en el futuro.

Al mismo tiempo, existen agentes económicos que desean gastar más que su nivel de ingresos y que, por lo tanto, necesitan financiamiento. A este tipo de agentes se los denomina **unidades deficitarias**, y son los que demandarán los ahorros de las unidades superavitarias para cubrir su déficit.

¿Qué rol cumplen los activos financieros? Son los vehículos que permiten canalizar los ahorros de las unidades superavitarias hacia las necesidades de financiamiento de las unidades deficitarias.

Veamos algunos casos para aclarar estos conceptos:

- El Estado puede financiar un exceso de gasto sobre ingresos (impuestos) emitiendo títulos públicos (el activo financiero), que son comprados con los ahorros generados por las familias y/o empresas. En este ejemplo, el Estado actúa como unidad deficitaria y las familias y/o empresas como unidades superavitarias.
- Una empresa puede financiar un proyecto de inversión, la compra de una maquinaria, la expansión de una planta, etc., emitiendo acciones (el activo financiero), que son compradas con los ahorros generados por las familias y/o empresas. En este ejemplo, la empresa actúa como unidad deficitaria y las familias y/o empresas como unidades superavitarias.

Estas son algunas de las múltiples posibilidades que ofrecen los mercados financieros para canalizar el ahorro hacia la inversión productiva.

Palabras claves

mercado bancario
mercado de capitales
mercado primario
mercado secundario
valores negociables

¿Cómo se compone un mercado financiero?

En los mercados financieros modernos, las operaciones se realizan en dos ámbitos que se diferencian, entre otros aspectos, por el rol que cumplen los intermediarios y por las características de los activos financieros presentes en cada uno de ellos:

- **En el mercado bancario**, las entidades financieras realizan una actividad de intermediación: recibiendo depósitos de las unidades superavitarias y otorgando créditos a las unidades deficitarias que requieren financiamiento. La diferencia *(spread)* entre la tasa que pagan a los depositantes, conocida como tasa pasiva, y la tasa que cobran por los préstamos que otorgan, denominada tasa activa, es la compensación que reciben por el servicio que prestan.

  En general, las entidades financieras se encuentran reguladas y supervisadas por el Banco Central o la autoridad monetaria competente. En nuestro país, estas funciones son llevadas a cabo por el Banco Central de la República Argentina, con la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias.

  Dentro del conjunto de instituciones financieras, se encuentran los bancos comerciales y de inversión, las compañías financieras y otras entidades como las cooperativas, empresas de crédito al consumo y cajas de crédito.

- **En el mercado de capitales** se distinguen dos segmentos con funciones bien diferenciadas: el **mercado primario** y el **mercado secundario**.

  El mercado primario está relacionado con la emisión y colocación de los activos financieros, denominados **valores negociables**. En él, los intermediarios ofrecen sus servicios de asesoramiento para que las unidades deficitarias puedan emitir y colocar los valores negociables entre las unidades superavitarias.

- El mercado secundario está relacionado con la cotización y negociación de los valores negociables. En él, diferentes unidades superavitarias realizan transacciones de compra y venta, a través de los intermediarios autorizados. Estas operaciones se realizan en ámbitos formales denominados bolsas y mercados. En nuestro país, las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores, y el Mercado Abierto Electrónico, funcionan bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores.

Si bien en el mercado bancario y en el mercado de capitales, la interacción entre las unidades deficitarias y superavitarias requiere de los servicios de un intermediario, el rol que este intermediario asume en cada uno de ellos es claramente diferente.

Palabras claves

inversores
emisores

En el mercado bancario, el intermediario es quien decide a qué unidades deficitarias se asignan los ahorros de las unidades superavitarias. Es decir, decide a quién prestarle y asume el riesgo de la operación.

En cambio, en el mercado de capitales son las unidades superavitarias las que deciden qué valores negociables emitidos por las unidades deficitarias que buscan financiamiento quieren comprar, asumiendo así el riesgo de la operación. Es decir, el intermediario participa en la negociación de los activos sin decidir a quién prestar y sin asumir los riesgos.

Los activos financieros presentes en cada mercado constituyen otra de las características que los diferencia. En el mercado bancario, las entidades financieras ofrecen productos financieros, como por ejemplo depósitos en caja de ahorro y a plazo fijo, que otorgan al ahorrista una tasa de interés predeterminada, en general pactada por plazos cortos y con la condición de mantener la inversión hasta el vencimiento. Por otra parte, en el mercado de capitales, se ofrecen valores negociables, como por ejemplo acciones, obligaciones negociables y títulos públicos, entre otros. Estos activos financieros poseen características muy diferentes entre sí, respecto, por ejemplo, al tipo de renta que otorgan al ahorrista, los plazos de la inversión y los riesgos que se asumen, con la característica particular de que se pueden comprar y vender en cualquier momento, aun antes de su vencimiento.

¿Quiénes son los emisores e inversores en el mercado de capitales?

Las unidades superavitarias que participan en el mercado de capitales se conocen como **inversores**, pudiendo clasificarse en individuales (familias y/o empresas que administran sus propias inversiones) o institucionales (dedicados a la administración de los fondos que reciben por parte de terceros, como por ejemplo los fondos comunes de inversión y las compañías que ofrecen seguros de retiro y vida).

Por otra parte, las unidades deficitarias son **emisores** y se pueden clasificar en emisores del sector público (gobierno nacional, provincias o municipios) o emisores del sector privado (empresas grandes, o pequeñas y medianas – denominadas PyMEs).

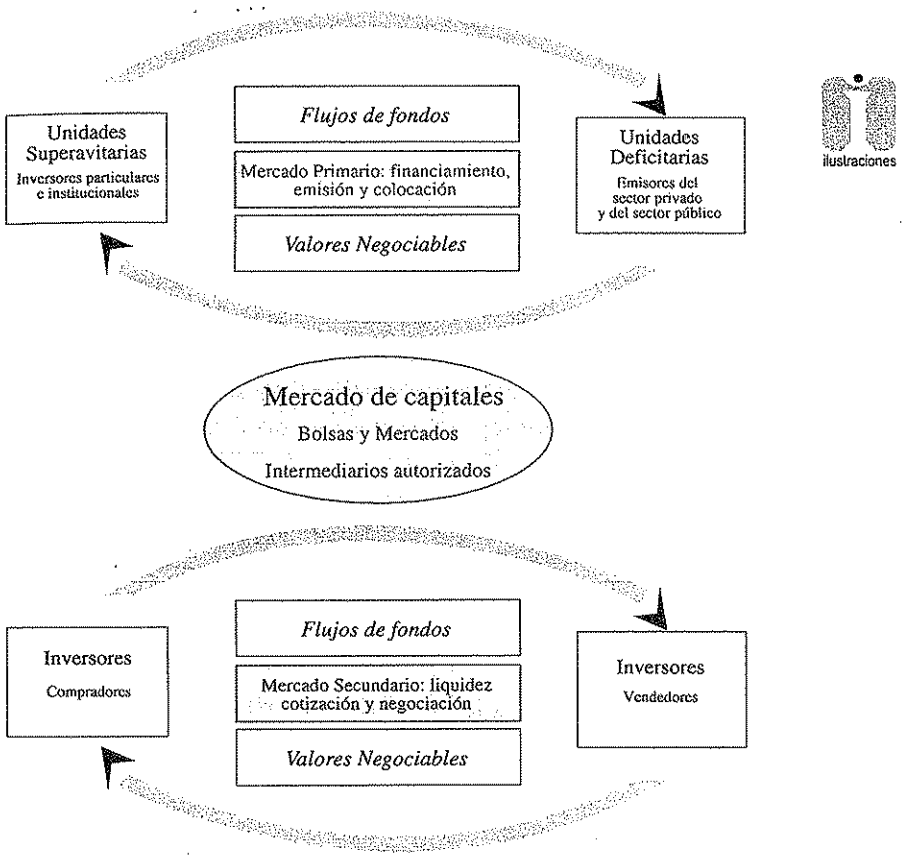
Como vimos en el punto anterior, los emisores y los inversores se encuentran en el mercado primario, que es el ámbito donde se emiten y colocan los valores negociables. Estos pueden representar una obligación de pago por parte del emisor (por ejemplo, una obligación negociable emitida por una empresa, o un bono emitido por el sector público), o una participación en el capital del emisor (por ejemplo, las acciones de una empresa).

Palabras claves

bolsas y mercados

Una vez que los valores negociables han sido colocados en el mercado primario, los inversores podrán negociarlos en el mercado secundario, a través de los intermediarios autorizados a operar en las **bolsas y mercados**.

El siguiente diagrama nos muestra en forma resumida todos estos conceptos y relaciones, que serán abordados con mayor profundidad en los próximos capítulos.



ilustraciones

Palabras claves

economía real
inversión
financiamiento

¿Cuál es la relación entre la economía real y el mercado de capitales?

Para contestar esta pregunta debemos primero definir qué se entiende por **economía real.** Podríamos decir, en forma simplificada, que la economía real comprende aquellos sectores dedicados a la producción de bienes (agropecuario, industria automotriz, construcción, entre otros) y servicios (telecomunicaciones, seguros, transporte, etc.).

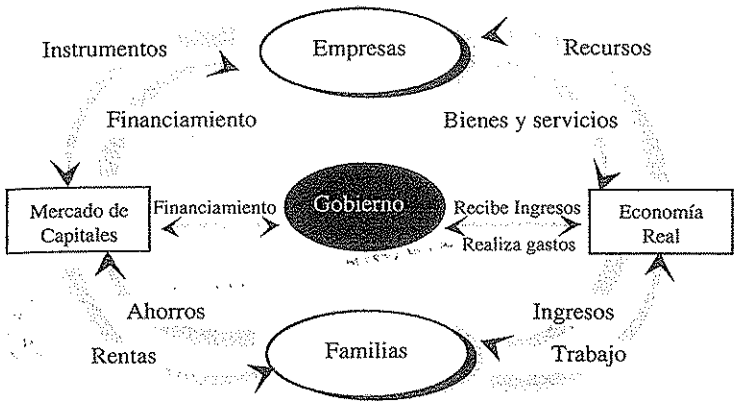
Cuando leemos en los diarios que la economía de un país está creciendo, ello significa que la cantidad de bienes y servicios producidos a lo largo de un período está aumentando.

Desde este punto de vista, pareciera que la actividad de los mercados de capitales no se relaciona con la economía real. Podría incluso suponerse una competencia entre los dos ámbitos por captar los ahorros disponibles en la economía y, por ende, pensarse que los mercados de capitales absorben fondos que de otro modo se destinarían a las actividades productivas.

Sin embargo, esta aparente separación entre la esfera de la producción y el sector financiero no resulta apropiada para comprender el funcionamiento de las economías modernas ni el importante papel que en ellas desempeñan los mercados de capitales.

Para lograr una tasa de crecimiento de la economía que sea sostenible en el tiempo, es necesario llevar adelante proyectos de **inversión** de mediano y largo plazo que requieren **financiamiento**. Mediante la emisión de los valores negociables disponibles en el mercado de capitales, las empresas pueden obtener los fondos necesarios para realizar estas inversiones.

Vemos, de este modo, que entre la economía real y los mercados de capitales existe una relación de complementariedad y no de competencia, que trataremos de resumir en el siguiente esquema.



Palabras claves

agente económico

ilustraciones

Como puede observarse, las familias compran bienes y servicios a las empresas, a la vez que les aportan su trabajo. Esta es la esfera de la economía real: la producción de bienes y servicios mediante la utilización de los recursos (capital y trabajo) y la tecnología disponible. Al mismo tiempo, como las familias son dueñas de estos recursos productivos, reciben ingresos de las empresas como retribución en la forma de salarios y rentas.

Parte de los ingresos que reciben las familias son ahorrados, pudiendo utilizarse estos excedentes para adquirir los instrumentos del mercado de capitales ofrecidos por las empresas que buscan financiamiento. Este es el ámbito del mercado de capitales: la canalización de los ahorros hacia la inversión productiva.

Finalmente, el sector gobierno es un **agente económico** más que interactúa con las empresas y las familias: recibe ingresos a través de los impuestos que recauda y realiza gastos (salud, educación, justicia, etc.), demandado bienes y servicios de la economía real. Por otra parte, cuando gasta por encima de sus ingresos, el sector gobierno también concurre a los mercados de capitales en busca de financiamiento.

El esquema antes presentado es una simplificación teórica, en el que las familias, las empresas y el sector gobierno tienen roles de algún modo rígidos, que no representan la flexibilidad que suelen exhibir cuando actúan realmente en los mercados.

Así, las familias, que en el esquema se presentan como unidades que generan ahorro e invierten en los mercados financieros, muchas veces también se endeudan. Por otra parte, tanto las empresas como el sector gobierno pueden participar en el mercado de capitales como inversores y no necesariamente como emisores de valores negociables.

De esta manera vemos cómo en los mercados de capitales estos esquemas teóricos se flexibilizan y cómo las unidades económicas pueden desempeñar distintos roles simultáneamente.

Capítulo 2

Comenzar a invertir

El objetivo de este capítulo es proporcionar una guía de pasos y conceptos básicos que deberían ser considerados por las familias e individuos interesados en invertir su dinero en alguno de los activos o valores negociables en el mercado de capitales.

La decisión entre ahorrar e invertir

Las personas reciben ingresos, derivados de su actividad laboral o de otras fuentes posibles (por ejemplo herencias, juegos de azar, indemnizaciones, etc.), que son utilizados para comprar en un determinado período diferentes bienes y servicios (por ejemplo alimentos, vestimenta, salud, vivienda, entre otros).

Si estos gastos no consumen la totalidad del ingreso, se genera un excedente denominado ahorro que puede ser destinado a adquirir distintos tipos de activos con el objetivo de aumentar las posibilidades de consumo en el futuro.

La primera elección, entonces, sería optar entre las siguientes alternativas:

Alternativa 1: Mantener los ahorros como disponibilidades en efectivo, lo que informalmente se conoce como "guardar el dinero bajo el colchón".

Alternativa 2: Adquirir activos (reales o financieros) que permitan incrementar los ahorros con el tiempo, o sea invertirlos.

Debe tenerse en cuenta que ambas decisiones implican riesgos: "guardar el dinero bajo el colchón" ante una situación de inflación resultará en una pérdida del poder adquisitivo, es decir que se podrán comprar cada vez menos bienes y servicios. Y si los ahorros se invierten, también deberán asumirse los riesgos inherentes a toda inversión, especialmente asociados a la pérdida de valor del activo seleccionado.

En adelante, nos concentraremos en los individuos que eligen invertir sus ahorros y convertirse en inversores, como así también en los pasos a seguir para llevar adelante esta decisión.

Muchas personas, al momento de evaluar en qué invertir su dinero, sienten que la decisión es compleja y que son demasiadas las variables a tener en cuenta.

Esto puede llevarlos directamente a decidir no invertir, perdiendo así oportunidades que podrían hacer crecer sus ahorros.

Por eso, es importante saber que existen mercados organizados con instituciones e intermediarios autorizados, preparados para ayudarlos a tomar este tipo de decisiones.

¿Qué tipos de inversores existen?

Palabras claves

inversores individuales
inversores institucionales
perfil del inversor

En el mercado de capitales participan diferentes tipos de inversores, que se distinguen principalmente por el monto de las inversiones que realizan. Todos ellos, los grandes y pequeños, son relevantes y necesarios para el desarrollo equilibrado de un mercado de capitales.

Una de las clasificaciones más utilizadas los divide en:

- **Inversores individuales**: son personas físicas o jurídicas, como por ejemplo familias, individuos y empresas, que invierten sus propios ahorros con el objetivo de obtener un rendimiento sobre el capital invertido. A las personas físicas suele también identificárselas como inversores minoristas. Mientras que otros, como las empresas y las entidades financieras, suelen ser considerados inversores mayoristas por el tamaño de las inversiones que realizan.
- **Inversores institucionales**: son personas jurídicas que se especializan en la administración de las inversiones de terceros, siguiendo criterios y reglas de inversión preestablecidos. Como las carteras de inversión que manejan son de grandes montos, suelen ser identificados también como inversores mayoristas. En nuestro país, podemos mencionar como ejemplos a los Fondos Comunes de Inversión (FCI) y a las Compañías de Seguro. Es importante mencionar que, entre los años 1993 y 2008, el principal inversor institucional estuvo representado por las denominadas Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP).

¿Cómo se determina el perfil de un inversor?

Antes de tomar una decisión de inversión es recomendable identificar las características propias de cada inversor. Esto nos permitirá determinar cuál es el **perfil del inversor** y, en consecuencia, realizar una selección de los activos financieros que mejor se adapten a sus necesidades.

Palabras claves

rendimiento esperado
riesgo
objetivo de rendimiento esperado
tolerancia al riesgo
horizonte de inversión

Para determinar el perfil del inversor es necesario introducir dos conceptos que serán claves en este proceso:

- **Rendimiento esperado**: es el resultado que se espera obtener al realizar una inversión, y se compone de la ganancia o pérdida de capital según la variación del precio de mercado y los flujos de dinero asociados al activo (como por ejemplo rentas y dividendos, entre otros). Generalmente se lo expresa como un porcentaje del capital invertido y se conoce como tasa de rentabilidad o rendimiento esperado de la inversión.
- **Riesgo**: es la magnitud en que el rendimiento efectivo de la inversión puede diferir del rendimiento esperado. En otras palabras, se trata de una medida que establece la dispersión o desvío de los resultados obtenidos respecto de los esperados. Cuanto mayor sea esta medida, mayores serán las posibilidades de enfrentar rendimientos tanto superiores como inferiores al proyectado inicialmente. De acuerdo a sus propias características, algunos activos poseen un mayor nivel de riesgo que otros.

Por otra parte, se deben considerar las preferencias del inversor en relación con los siguientes aspectos:

- **Objetivo de rendimiento esperado**
- **Tolerancia al riesgo**
- **Horizonte de inversión**

1. **Objetivo de rendimiento esperado**: al efectuar una inversión se suele buscar la satisfacción de un objetivo específico, como por ejemplo la realización de un viaje, la compra de un inmueble, la creación de un fondo para la vejez o, simplemente, incrementar los ahorros para mejorar las posibilidades de consumo en el futuro. En ese sentido, el inversor deberá seleccionar alguno de los activos financieros que tengan la tasa de rentabilidad esperada necesaria para tratar de alcanzar su objetivo.

   El siguiente cuadro resume las relaciones entre los objetivos de inversión y rentabilidad esperada más comúnmente utilizados para la toma de decisiones:

Objetivos	Características de la inversión
Preservar el capital	Se busca mantener el valor del capital invirtiendo en activos, generalmente de corto plazo, de muy bajo riesgo y rentabilidad esperada y con elevada liquidez.
Aumentar el capital asumiendo poco riesgo	Se busca no solo mantener el valor del capital sino también obtener una rentabilidad más alta, invirtiendo en activos, generalmente de mediano plazo, con mayores niveles de riesgo y rentabilidad esperada.
Aumentar el capital asumiendo mayor riesgo	Se prioriza la obtención de una alta rentabilidad invirtiendo en activos, generalmente de largo plazo, de alto riesgo y rendimiento esperado. Se está dispuesto a asumir pérdidas en el corto plazo, con la expectativa de obtener en el futuro mayores ganancias que las compensen.

Palabras claves

tolerancia al riesgo

ilustraciones

2. **Tolerancia al riesgo**: dado que existe una relación positiva entre la rentabilidad esperada de los activos y su nivel de riesgo (es decir que los que prometen mayores retornos tienen también mayores posibilidades de sufrir pérdidas), el inversor deberá elegir las alternativas de inversión que mejor se adapten a su tolerancia al riesgo o capacidad para soportar las potenciales pérdidas.

   Siguiendo este concepto, podemos encontrar inversores con una clara aversión al riesgo, otros que son neutrales y, finalmente, los que se identifican como amantes del riesgo.

   Los inversores que sienten aversión por el riesgo no están dispuestos a asumir mayores niveles de riesgos si no son compensados más que proporcionalmente con un incremento en el rendimiento esperado de su inversión.

   Los inversores neutrales frente al riesgo buscan mayores rendimientos esperados sin tener en cuenta el nivel de riesgo a asumir.

   Por último, los inversores amantes del riesgo eligen los activos con los mayores niveles de riesgos y rendimientos esperados.

   Si bien el grado de aversión al riesgo no es fácilmente cuantificable, es importante identificar a qué categoría pertenece cada inversor, ya que seguramente su posición frente al riesgo variará según sea su edad, patrimonio personal, situación familiar, etc.

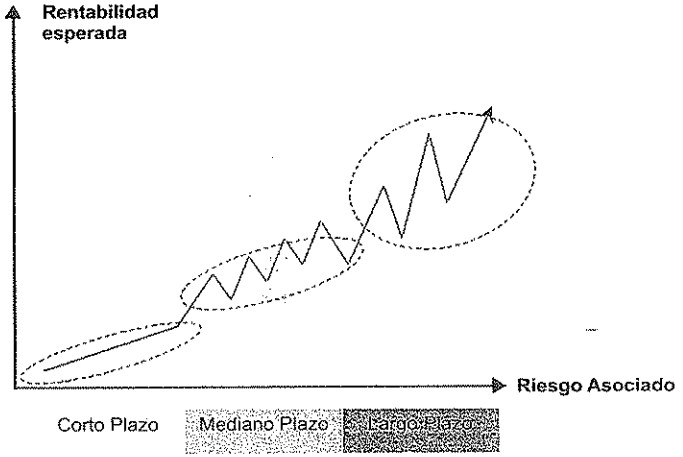
   En general, en los mercados de capitales conviven todos estos tipos de inversores, lo que hace posible la emisión y negociación de valores negociables con distintos niveles de riesgo y rentabilidad.

Palabras claves

Horizonte de inversión

3. **Horizonte de inversión:** es el tiempo durante el que el inversor planea conservar los activos financieros en su cartera de inversión. En general, esta decisión dependerá de las necesidades de liquidez (dinero en efectivo) que tenga el inversor en el futuro.
La clasificación más utilizada distingue entre horizontes de inversión de corto, mediano y largo plazo. Puede ocurrir que el horizonte de inversión coincida con el plazo del activo financiero. En ese caso, el día del vencimiento el inversor recibirá los flujos de efectivo asociados a su inversión. También puede suceder que el inversor compre un activo de mayor plazo al de su horizonte de inversión, teniendo en cuenta que podrá obtener la liquidez que necesita a través de su venta anticipada en el mercado secundario (bolsas y mercados), o por los flujos regulares que genere ese activo financiero (por ejemplo, pagos mensuales de interés, cuotas de amortización de capital, dividendos).
Establecer el horizonte de inversión ayudará al inversor a seleccionar los activos apropiados para armar su portafolio o cartera de inversiones. Por ejemplo, si un individuo piensa destinar el resultado de su inversión a la compra de un automóvil en el próximo año, su horizonte es de corto plazo. En cambio, si está ahorrando para su fondo de retiro, su horizonte es de mediano y largo plazo, y podrá elegir entre una mayor variedad de alternativas de inversión.

En el gráfico que sigue, se muestra la relación entre la rentabilidad esperada de los valores negociables, su riesgo y el horizonte de inversión. Como podemos ver, en el primer grupo se encuentran los activos de corto plazo, con bajo riesgo y rentabilidad. A medida que ampliamos el horizonte de inversión (segundo y tercer grupo), los activos exhiben mayor rendimiento esperado y un mayor nivel de riesgo asociado.



ilustraciones

Palabras claves

perfil conservador
perfil moderado
perfil audaz o agresivo
activos reales
activos financieros
valores negociables
diversificación

De las combinaciones posibles entre los tres factores que hemos analizado -objetivo de rendimiento esperado, tolerancia al riesgo y horizonte de inversión- surgen los siguientes perfiles de inversores:

- **Perfil conservador**: asume poco riesgo invirtiendo en activos de corto plazo y menor rentabilidad esperada.
- **Perfil moderado**: asume mayores niveles de riesgo invirtiendo en activos de mayor plazo y rentabilidad esperada.
- **Perfil audaz o agresivo**: selecciona activos con altas tasas de rentabilidad esperada y mayores niveles de riesgos asociados, en general de largo plazo.

¿Cuáles son las distintas alternativas de inversión y cómo se accede a ellas?

Los inversores pueden canalizar sus ahorros hacia una gran variedad de activos, que se clasifican en dos grandes grupos: los **activos reales**, como por ejemplo inmuebles u obras de arte, y los **activos financieros**, como títulos públicos, acciones, obligaciones negociables, fideicomisos financieros, entre otros.

En este manual nos concentraremos en los ahorros que los inversores destinan a la compra de los activos financieros que se negocian en el mercado de capitales, y que reciben el nombre de **valores negociables**.

ilustraciones

Al existir una amplia gama de alternativas, los inversores pueden decidir cómo distribuir el monto total a invertir entre activos que tienen diferentes relaciones de riesgo-rendimiento. De este modo, se evita concentrar las inversiones en un único activo y se logra reducir la exposición al riesgo de la cartera o portafolio de inversiones, sin que se vea afectada la rentabilidad esperada. Esta estrategia se denomina **diversificación** de las carteras de inversión.

Para poder comenzar a invertir en el mercado de capitales, es necesario que el inversor complete los siguientes pasos:

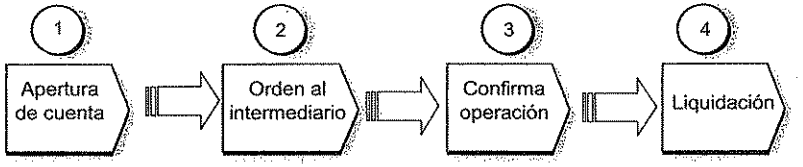
1. Proceder a la apertura de una cuenta en un intermediario autorizado, denominados en el sistema bursátil argentino Agentes y/o las Sociedades de Bolsa. Con la entrega de los datos que acreditan su identidad, el inversor pasará a ser titular de una cuenta comitente. Esta cuenta reflejará los saldos y movimientos de sus tenencias, ya sea por las operaciones de compra o venta que efectúe, como así también por la acreditación de pagos de dividendos e intereses generados por los valores negociables en cartera.

2. Dar la orden al intermediario para proceder a la compra o venta de los valores negociables que se negocian en las bolsas y mercados autorizados. La misma podrá especificar la cantidad de valores a adquirir como así también su precio y plazo de ejecución.

3. Aguardar la confirmación, por parte del intermediario, de las condiciones en las que se ha llevado a cabo su orden (fecha, hora, precio, cantidad, comisiones y gastos generados, etc.).

4. Luego de recibida la confirmación, el paso siguiente es la liquidación de la operación: si el inversor realizó una compra deberá efectuar el pago y si realizó una venta recibirá el dinero correspondiente, reflejándose en su cuenta comitente el crédito o débito de los valores negociables.

Pasos para realizar una inversión



Ilustraciones

Capítulo 3

Instituciones del mercado de capitales argentino

En el capítulo uno explicamos que el mercado secundario se relaciona con la cotización y negociación de los valores negociables, y que los inversores realizan las transacciones de compra y venta, a través de intermediarios autorizados, en ámbitos formales denominados bolsas y mercados. En este capítulo introduciremos la diferencia entre mercado secundario bursátil y extrabursátil, y describiremos las funciones principales de las instituciones que los componen.

Palabras claves

bolsa
concurrencia de ofertas
contraparte central

El mercado bursátil y extrabursátil

El término bursátil, que proviene del latín *bursa* **(bolsa)**, era utilizado para hacer referencia al mercado donde se realizaban las operaciones desde los primeros años del siglo XVII, cuando Amsterdam era la ciudad más importante como centro mundial del comercio.

En la actualidad, en casi todos los países del mundo existen bolsas y mercados en los cuales se negocian una amplia variedad de valores negociables (como por ejemplo acciones y bonos, entre otros) y también de contratos que permiten administrar los riesgos asociados a las variaciones de precios de distintos activos (como por ejemplo, los contratos de futuros y opciones sobre cereales, metales preciosos, el tipo de cambio entre monedas, acciones, etc).

Estos ámbitos de negociación, en donde se realizan las operaciones con todos estos productos financieros, se denominan genéricamente mercados secundarios y, de acuerdo a las características de la concertación y liquidación de las transacciones, se clasifican en bursátiles y extrabursátiles. En el bursátil, como principios distintivos, podemos destacar la **concurrencia de ofertas** y el rol de **contraparte central** que ejerce la entidad liquidadora de las operaciones[1]. En cambio, en el extrabursátil, las transacciones son pactadas en forma bilateral, o entre partes.

Es importante señalar que en nuestro país, tanto el mercado bursátil como el extrabursátil funcionan bajo la supervisión y control de la Comisión Nacional de Valores.

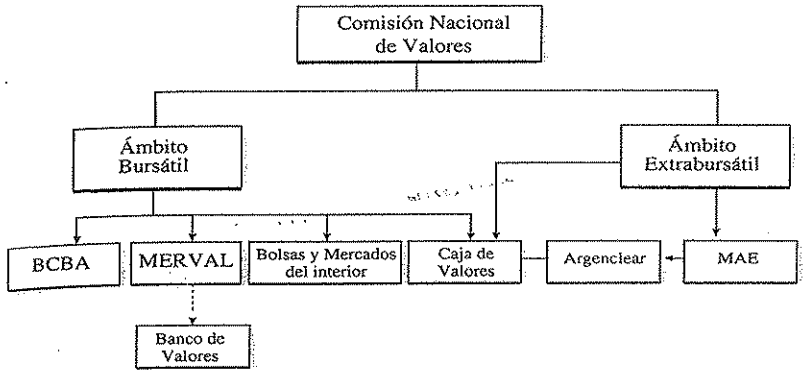
A continuación presentamos un diagrama de las instituciones del mercado de capitales argentino.

[1] Los conceptos de concurrencia de ofertas y contraparte central se explican en el punto referido al Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.

Palabras claves

oferta pública
ley 17.811

ilustraciones



El órgano de supervisión y control: La Comisión Nacional de Valores (CNV)

La CNV es un organismo autárquico, dependiente del Ministerio de Economía de la Nación, dirigido por un directorio compuesto por cinco miembros designados por el Poder Ejecutivo Nacional.

Esta institución cumple un papel central en la emisión de los valores negociables: autoriza la **oferta pública** y fija los requisitos que los emisores deben cumplir para que esa autorización sea mantenida en el tiempo.

A continuación se enumeran las principales funciones, contenidas en el artículo 6 de la **ley 17.811**, conocida también como ley de Oferta Pública:

- Autorizar la oferta pública de títulos valores[2].
- Asesorar al Poder Ejecutivo Nacional sobre los pedidos de autorización para funcionar que efectúen las bolsas de comercio, cuyos estatutos prevén la cotización de títulos valores, y los mercados de valores.
- Llevar el índice general de los agentes de bolsa inscriptos en los mercados de valores.
- Llevar el registro de las personas físicas y jurídicas autorizadas para efectuar oferta pública de títulos valores y establecer las normas a que deben ajustarse aquellas y quienes actúan por cuenta de ellas.

[2] El Decreto 677/2001, conocido como Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, en su artículo 2, amplía el alcance del concepto "título valor" e introduce el término "valor negociable".

Palabras claves

Sistema Bursátil Argentino

- Aprobar los reglamentos de las bolsas de comercio relacionados con la oferta pública de títulos valores de los mercados de valores.
- Fiscalizar el cumplimiento de las normas legales, estatutarias y reglamentarias en lo referente al ámbito de aplicación de la ley.
- Solicitar al Poder Ejecutivo Nacional el retiro de la autorización para funcionar, acordada a las bolsas de comercio cuyos estatutos prevean la cotización de valores negociables y también a los mercados de valores, cuando dichas instituciones no cumplan las funciones que les asigna esta ley.
- Declarar irregulares e ineficaces a los efectos administrativos los actos sometidos a su fiscalización (cuando sean contrarios a la ley), a las reglamentaciones dictadas por la Comisión Nacional de Valores, al estatuto o a los reglamentos.

A su vez, autoriza la constitución de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) y fiscaliza su funcionamiento, controla la actividad de los mercados de futuros y opciones, de las sociedades calificadoras de riesgo y de los fiduciarios de fideicomisos financieros.

El Sistema Bursátil Argentino: instituciones y principales funciones

En la mayoría de los mercados bursátiles del mundo, la Bolsa y el Mercado de Valores conforman una única institución, generalmente denominada Bolsa de Valores. Esto implica que las funciones relacionadas con la cotización y negociación de los valores negociables se encuentran bajo la órbita de una única entidad. En Argentina, en cambio, son desempeñadas por dos instituciones distintas: la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (MERVAL). Ambas entidades, junto al resto de las instituciones del sistema, proveen el marco operativo para la realización de las diferentes operaciones bursátiles, conformando lo que se conoce como el **Sistema Bursátil Argentino** (SBA).

Como se observa en el diagrama, además de la BCBA y el MERVAL, existen otras bolsas y mercados en distintas provincias del país.

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA)

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) es una asociación civil sin fines de lucro que fue creada en el año 1854 con el objeto de formar y administrar un centro de cotización de productos, monedas, acciones y bonos.

Su máximo órgano de gobierno es el Consejo Directivo, el cual está formado por 62 miembros, 36 de los cuales son electos por su condición de representantes de diversas actividades económicas. Los restantes 26 representan a las entidades adheridas a la Bolsa y, si bien tienen voz, no tienen voto. Todos los años, en ocasión de la Asamblea, el Consejo renueva 12 de sus miembros electos mediante el sufragio directo de los más de 4.600 socios de la BCBA. Las autoridades elegidas conforman por un año la Mesa Directiva y por tres años el Consejo de la institución, ámbitos donde se toman las decisiones relacionadas con las funciones de la BCBA.

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires es la más importante del país, concentrando la mayor parte del volumen negociado a nivel nacional.

A continuación se enumeran las principales funciones, contenidas en el artículo 30 de la ley 17.811:

- Autorizar, suspender y cancelar la cotización de títulos valores[3] en la forma que dispongan sus reglamentos.
- Establecer los requisitos que deben cumplirse para cotizar títulos valores mientras subsista la autorización.
- Controlar el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de las sociedades cuyos títulos valores se coticen.
- Dictar las normas y medidas necesarias para asegurar la veracidad de los balances y demás documentos que deban presentar o publicar las sociedades cuyos títulos valores tienen cotización autorizada.
- Dictar normas reglamentarias que aseguren la veracidad en el registro de las cotizaciones y publicar las mismas así como también los precios corrientes.

Para asegurar la transparencia y el acceso igualitario por parte de los inversores a la información, las sociedades cotizantes deben presentar a la BCBA sus estados contables anuales y trimestrales, e informar todo hecho relevante o información que pueda incidir en las cotizaciones, para su publicación y divulgación.

El Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (Merval)

Conceptualmente, los mercados de valores son sociedades anónimas adheridas a una Bolsa de Comercio, que surgieron ante la necesidad de liquidar y garantizar

[3] Ibid nota 2

Palabras claves

Operador de SINAC
productores
concertación
liquidación
compensación
monitoreo

las transacciones que se realizaban entre sus socios, sin comprometer el patrimonio de la Bolsa.

En el año 1929, un grupo de socios que realizaba operaciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires decidió fundar el "Mercado de Títulos y Cambios de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires S.A.", con el objeto de liquidar y garantizar todas las operaciones que se realizaran en ese ámbito. Esa institución, se transformó a partir del año 1950 en el actual Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.

El Merval es una sociedad de capital abierto representado por acciones que cotizan en la BCBA. Ser accionista del Merval es una condición requerida a las personas físicas o jurídicas que actúan como intermediarios bursátiles, y que son denominados Agentes o Sociedades de Bolsa, respectivamente.

Entre los principales requisitos que, para estar inscriptos en la nómina de intermediarios, exigen el artículo 41 de la ley 17.811 y las disposiciones pertinentes del Reglamento Interno del Merval, podemos mencionar:

- Ser mayor de edad y no estar alcanzado por las incompatibilidades fijadas en la ley y el reglamento interno.
- Ser accionista del mercado de valores correspondiente y haber constituido una garantía a la orden del mismo.
- Ser socio de la bolsa de comercio a la cual esté adherido el mercado de valores correspondiente.
- Justificar su idoneidad para el cargo mediante examen de capacitación y presentar la declaración patrimonial de la que surja su capacidad económica para adquirir la acción del mercado, y poseer el patrimonio que establezca el Directorio.
- En el caso de las sociedades de bolsa, deben constituirse obligatoriamente bajo la forma de sociedad anónima con acciones nominativas no endosables o escriturales, tener objeto exclusivo, y solicitar su inscripción en el registro correspondiente.

Adicionalmente, cada Agente o Sociedad de Bolsa puede conferir mandato para operar en el mercado a una cantidad ilimitada de personas, que reciben el nombre de "**Operador de SINAC**". También, pueden celebrar contratos con personas físicas o jurídicas que les aporten clientes, denominados **productores**.

Con respecto a sus funciones, el Merval es una entidad autorregulada que cumple un rol central en la **concertación**, **liquidación y compensación** de los valores negociables que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

A estas funciones, propias de una cámara compensadora, se suman las de vigilancia -a través de un sistema de **monitoreo** que permite realizar el seguimiento de todas las operaciones en tiempo real- y la de garantizar las transacciones realizadas por los Agentes y Sociedades de Bolsa. En este sentido, el Merval actúa como **contraparte central** de las operaciones cursadas a través de dos de sus segmentos de negociación, el Mercado de Concurrencia[4] y la Rueda Continua Garantizada. Esto significa que el intermediario que actúa como comprador debe entregar el pago al Merval, del mismo modo que el intermediario que actúa como vendedor debe entregarle los valores negociables. La operación es perfeccionada por el Merval siguiendo el principio de "entrega contra pago" *(DvP o Delivery versus Payment)*. La importancia del rol de la contraparte central está asociada al potencial incumplimiento de alguna de las partes, por ejemplo, que el comprador no pueda depositar el pago o que el vendedor no pueda depositar los valores negociables. Si eso ocurriese, la contraparte central, el Merval, asume la obligación del intermediario que ha incumplido, permitiendo la liquidación de la operación en tiempo y forma. Además de estos dos sistemas de negociación, que cuentan con la **garantía de liquidación**[5] del Merval, las operaciones se pueden realizar también en el segmento denominado rueda continua no garantizada, donde los intermediarios realizan la concertación en forma bilateral.

Palabras claves

contraparte central
garantía de liquidación
concurrencia de ofertas

Una característica distintiva de las operaciones bursátiles cursadas a través del mercado de concurrencia es que las órdenes de compra y venta se ejecutan siguiendo el principio prioridad precio-tiempo, lo que técnicamente se denomina como **concurrencia de ofertas**.

Para cumplir eficientemente sus funciones, el Merval regula, coordina e implementa todos los aspectos relacionados con las diferentes operaciones bursátiles que se realizan con valores negociables públicos y privados en los distintos segmentos de negociación.

Como entidad autorregulada, el Merval completa su marco legal con las disposiciones de su Estatuto Social, Reglamento Interno, Reglamento Operativo y Circulares y Comunicados que emite periódicamente. En este sentido, y con el fin de que los intermediarios cumplan con las normas que regulan su actividad, la Ley 17.811 delega en el Mercado de Valores las facultades disciplinarias que lo habilitan a imponer sanciones a aquellos que se apartan del orden normativo.

[4] En este segmento se produce la concurrencia de todas las ofertas: las que realizan a viva voz los agentes y mandatarios reunidos en el Recinto de Operaciones y las que se cursan a través de computadoras desde las oficinas o desde el mismo recinto a través del sistema de negociación electrónica.

[5] Es importante remarcar que la garantía del Merval es a nivel de intermediarios -entre los Agentes o Sociedades de Bolsa- y no entre los Agentes y sus comitentes o clientes.

Palabras claves

depósitos colectivos
depositantes
comitentes

Resumiendo los roles de las instituciones:
La BCBA autoriza la cotización de los valores negociables, controla a las empresas cotizantes y difunde toda la información relevante, además registra y publica las operaciones.
El Merval se encarga de la concertación, liquidación y compensación, monitoreo y garantía de liquidación de las operaciones. Para cumplir algunas de estas funciones se apoya en los servicios de la Caja de Valores S.A. (depósito y movimientos de valores negociables) y del Banco de Valores S.A.(movimiento de los fondos).

La Caja de Valores S.A. (CVSA)

La Caja de Valores S.A., central depositaria argentina, fue creada en 1974 por la ley 20.643. Sus accionistas controlantes son la BCBA y el Merval, en tanto que las bolsas y mercados del interior poseen una participación minoritaria del capital.

Su principal función, de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 31 de la citada ley, es recibir **depósitos colectivos** de títulos valores[6] públicos o privados.

Los valores negociables son depositados a la orden de los **depositantes**[7] y a nombre de los inversores, que reciben técnicamente el nombre de **comitentes**. Siguiendo las mejores prácticas en materia de seguridad, se utiliza un sistema de subcuentas que segrega el patrimonio de la depositaria (CVSA) respecto del de los depositantes (por ejemplo, los Agentes y Sociedades de Bolsa), y el patrimonio de estos con respecto al de sus clientes (inversores). La transferencia de los valores negociables en custodia queda refrendada mediante anotaciones electrónicas registradas por la Caja de Valores.

Entre los servicios adicionales que presta a los distintos participantes del mercado de capitales podemos mencionar el rol de agente de registro y numeración, agente de pago y agente fiduciario.

Uno de los servicios más relevantes, en relación con el inversor, es la gestión para la liquidación de acreencias relacionadas con el pago de dividendos, rentas y amortizaciones de los valores negociables en custodia.

En forma trimestral, cumpliendo con las disposiciones de la Comisión Nacional de Valores, la CVSA elabora y envía un resumen de los movimientos y saldos de cuenta a todos los comitentes. Adicionalmente, provee un mecanismo para obtener esta información vía Internet.

[6] Ibid nota 2

[7] Pueden ser depositantes: las bolsas de comercio sin mercado de valores adherido, los agentes bursátiles y extrabursátiles del país y del exterior, mercados de valores, entidades financieras, sociedades depositarias de fondos comunes de inversión, compañías de seguros y otras centrales depositarias extranjeras.

El Banco de Valores S.A.

Fue creado en el año 1978 por el Merval, entidad que controla el 99,9% de su capital accionario.

El Banco de Valores tiene como objetivo fundacional contribuir al desarrollo del mercado de capitales argentino. Así, ha asumido un papel protagónico en la organización y colocación de valores negociables, ofreciendo su asesoramiento a emisores del sector público y privado, y destacándose en la estructuración de fideicomisos y en su rol de agente fiduciario.

De este modo, las actividades propias de un banco comercial y de inversión se combinan con un perfil diseñado exclusivamente para atender en forma eficiente las necesidades relacionadas con el mercado de capitales en general, y la operatoria bursátil en particular.

Bolsas y Mercados del Interior

Existen bolsas de comercio y mercados de valores en el interior del país que juegan roles muy importantes en sus zonas de influencia, tales como autorizar la cotización de valores negociables emitidos por las empresas locales y proveer el ámbito de negociación de estos instrumentos específicos diseñados de acuerdo al tipo de actividad predominante que se desarrolla en la región.

En el anexo de este capítulo se encuentra el listado de las bolsas y mercados de valores autorizados por la CNV.

El Mercado Extrabursátil

En nuestro país funciona un ámbito de negociación extrabursátil denominado Mercado Abierto Electrónico (MAE) que, como en otros mercados internacionales, se caracteriza por la concertación bilateral de las operaciones a través de una plataforma electrónica de negociación.

Palabras claves

Agentes MAE
plataforma electrónica
bilateral
SIOPEL

Mercado Abierto Electrónico (MAE)

El MAE inició sus operaciones en marzo de 1989 y, a partir del 1 de marzo de 1993, se constituyó en una entidad autorregulada bajo la supervisión de la CNV.

Los intermediarios autorizados para operar en este mercado se denominan **Agentes MAE** y son mayormente bancos, compañías financieras, casas de cambio y agentes extrabursátiles puros. En el artículo 47 de las Normas del MAE se establecen los requisitos para ser Agente, entre los que se encuentran poseer una acción, requerimientos de capitales mínimos, activos en garantía y el cumplimiento de normas de ética correspondientes.

En el MAE la negociación se realiza a través de una **plataforma electrónica** y es de carácter **bilateral**, lo que implica que el precio de negociación surge de la interacción entre los participantes en cada operación y no de la concurrencia de ofertas de todos los intermediarios habilitados. Una vez concertadas las órdenes, deben informarse al mercado para su publicación. Dado que el MAE no asume la garantía de liquidación de las operaciones, los agentes pueden operar con o sin garantía. En el primer supuesto, el MAE está facultado para fijar pautas generales con sometimiento a la aprobación de la CNV.

Todos los valores negociables autorizados a operar en este ámbito deben contar con la correspondiente autorización de oferta pública otorgada por la CNV. En el MAE no se negocian acciones, pero sí otros valores negociables como títulos públicos, obligaciones negociables y valores fiduciarios a través del **SIOPEL** (Sistema de Operaciones Electrónicas) que es el conjunto de programas y módulos operativos desarrollados por el MAE.

Se realizan también operaciones de compra-venta de moneda extranjera (el mercado FOREX MAE), de REPOs (compra/venta y venta/compra futura simultánea de títulos públicos), operaciones a término sobre distintos tipos de valores negociables, como así también de préstamos bancarios (el denominado mercado de *call money*).

Argenclear S.A.

Diseñada y creada para cumplir funciones de cámara compensadora multilateral de valores negociables, Argenclear S.A. comenzó a funcionar en septiembre de 2000. Su principal objetivo es el de poner a disposición del MAE un servicio de liquidación bajo la modalidad "entrega contra pago" *(DvP o Delivery versus Payment)*[8], asegurando el intercambio en tiempo y forma de los activos negociados, como así también de las operaciones de cambio del FOREX MAE. Argenclear es una cámara compensadora jurídicamente independiente, cuya composición accionaria es la siguiente: 60% Argencontrol (empresas cuyos accionistas son entidades financieras que operan en el país), 30% Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. y 10% Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

[8] Los servicios son provistos por el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.

Anexo I

Bolsas y Mercados autorizados por la CNV

Listado de Bolsas y Mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores*	Sitio Web
Bolsas de Comercio con Mercados de Valores Adheridos	
BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES	www.bcba.sba.com.ar
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO	www.bcr.com.ar
BOLSA DE COMERCIO DE CORDOBA	www.bolsacba.com.ar
BOLSA DE COMERCIO DE MENDOZA S.A.	www.bolsamza.com.ar
BOLSA DE COMERCIO DE SANTA FE	www.bcsf.com.ar
BOLSA DE COMERCIO DE LA RIOJA S.A.	No operativa desde su inscripción
Bolsas de Comercio sin Mercados de Valores Adheridos	
BOLSA DE COMERCIO DE BAHIA BLANCA S.A.	www.bolsacombblanca.com.ar
NUEVA BOLSA DE COMERCIO DE TUCUMAN S.A.	www.nbct.com.ar
BOLSA DE COMERCIO CONFEDERADA S.A.	www.bolsanor.com
NUEVA BOLSA DE COMERCIO DE SALTA S.A.	www.nbcomerciosalta.com.ar
BOLSA DE COMERCIO DEL CHACO	No operativa desde su inscripción
BOLSA DE COMERCIO DE LA PLATA	www.probolsa.com.ar
Mercados de Valores	
MERCADO DE VALORES DE BUENOS AIRES S.A.	www.merval.sba.com.ar
MERCADO DE VALORES DE ROSARIO S.A.	www.mervaros.com.ar
MERCADO DE VALORES DE CORDOBA S.A.	www.mervalcordoba.com.ar
MERCADO DE VALORES DE MENDOZA S.A.	www.mervalmza.com.ar
MERCADO DE VALORES DEL LITORAL S.A.	www.mvlitoral.com.ar
MERCADO DE VALORES DE LA RIOJA S.A.	www.mervalar.com.ar
Entidades Autoreguladas no Bursátiles	
Mercado Abierto Electrónico	www.mae.com.ar

Otras instituciones	Sitio Web
CAJA DE VALORES S.A.	www.cajval.sba.com.ar
BANCO DE VALORES S.A.	www.bancodevalores.com
ARGENCLEAR S.A.	www.argenclear.com.ar

*** Fuente CNV: www.cnv.gov.ar ingresando a Información Financiera/ Intermediario**

Actualizado al 31-Enero-2011

Capítulo 4

Participantes complementarios del mercado de capitales argentino

Además de las instituciones que conforman el ámbito bursátil y extrabursátil, existen otros actores que participan del mercado de capitales argentino, ya sea por el rol que desempeñan en el proceso de emisión de los valores negociables: Sociedades Calificadoras de Riesgo y Sociedades de Garantía Recíproca, por el rol que tienen como inversores institucionales: Compañías de Seguro y Fondos Comunes de Inversión, o por ser inversores con características especiales: Inversores Calificados.

Palabras claves

calificación
prospecto de emisión
calificación o notas

Las Sociedades Calificadoras de Riesgo (SCR)

Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas constituidas con el objeto exclusivo de calificar valores mobiliarios y otros riesgos, de acuerdo a lo establecido por el decreto 656/92 que les dio origen. Esta figura se introdujo en el mercado de capitales con el objetivo de facilitar la toma de decisiones por parte de los inversores. En un principio, la calificación fue de carácter obligatorio para los valores negociables representativos de deuda como, por ejemplo, las obligaciones negociables. Esta exigencia fue modificada en el año 2000 por el decreto 749/00, que introdujo el carácter optativo según expresa el artículo 2: "a solicitud de las emisoras, las sociedades calificadoras podrán calificar cualquier valor mobiliario, sujeto o no al régimen de la oferta pública. Sin perjuicio de ello la Comisión Nacional de Valores podrá establecer la obligatoriedad de la **calificación** cuando las especiales condiciones de la emisión así lo requieran".

Si bien las calificaciones son optativas y representan un costo adicional en el proceso de emisión de los valores negociables, las empresas suelen contratar el servicio de las SCR con el objetivo de mejorar, ampliar y validar la información que se brinda a los potenciales inversores.

Los especialistas que integran las SCR emiten una opinión técnica independiente sobre los valores negociables, que se refleja en una calificación que se incluye, con el resto de las condiciones de emisión, en un documento conocido como **Prospecto de emisión.**

En el caso de los valores negociables que representan una deuda (obligaciones negociables, títulos públicos, entre otros), el análisis se concentra en la capacidad de repago que tiene el emisor para cumplir en tiempo y forma con lo pactado. En el caso de la calificación de acciones, se analiza la capacidad de la empresa emisora para obtener ganancias y el grado de liquidez, es decir las condiciones de tiempo y precio para convertir las acciones en dinero en efectivo.

Cada SCR tiene su propio sistema y metodología de calificación, que deben ser aprobados, en nuestro país, por la Comisión Nacional de Valores. Estos criterios son similares y comparables, tanto a nivel internacional como a nivel local, y se resumen a través de categorías de **calificación** o **notas**, representadas por medio de un sistema de letras o números.

Así, un título calificado como "AAA" representa la máxima calidad crediticia y, en el otro extremo, un nota "D" representa a los títulos en situación de incumplimiento (*default*). Entre estos dos extremos, las calificaciones se dividen a su vez en dos sub-grupos o categorías: los títulos calificados desde AAA hasta BBB- se consideran **"grado de inversión" o *"investment grade"***, en tanto que los calificados entre BB y C son emisiones **"grado especulativo" o *"non investment grade"***. Por último, se utiliza la letra E cuando la calificación no se puede emitir por falta de información o información insuficiente.

Palabras claves

grado de inversión o
investment grade
grado especulativo o
non investment grade

Se presenta a continuación el cuadro de calificaciones a escala internacional, utilizado por cada sociedad calificadora[2] y la descripción de la calidad crediticia que corresponde a cada nota.

Características de las categorías y subcategorías	AGENCIAS			
	S&P	Mody's	Fitch	Eval. Latinoam.
GRADO DE INVERSIÓN				
Máxima calidad crediticia	AAA	Aaa	AAA	AAA
	AA+	Aa1	AA+	AA+
Calidad crediticia muy elevada	AA	Aa2	AA	AA
	AA-	Aa3	AA-	AA-
	A+	A1	A+	A+
Calidad crediticia elevada	A	A2	A	A
	A-	A3	A-	A-
	BBB+	Baa1	BBB+	BBB+
Calidad crediticia buena	BBB	Baa2	BBB	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-	BBB-
GRADO ESPECULATIVO				
	BB+	Ba1	BB+	BB+
Especulativo	BB	Ba2	BB	BB
	BB-	Ba3	BB-	BB-
	B+	B1	B+	B+
Altamente especulativo	B	B2	B	B
	B-	B3	B-	B-
	CCC	CCC	CCC	CCC
Riesgo crediticio vulnerable	CC	CC	CC	CC
	C	C	C	C
Default	D	D	D	D
Incumplimiento de información	E	E	E	E

[2] Las Agencias o SCR que actúan en nuestro país son: S&P: Standard & Poor's International Ratings LLC Argentina; Moody's: Moody's Latin America; Fitch: Fitch Argentina; Eval. Latinoam: Evaluadora Latinoamericana.

ilustraciones

Palabras claves

Credit Watch
riesgo soberano
riesgo país

Para diferenciarlas de las calificaciones que se otorgan a nivel internacional, las notas válidas para el mercado local se completan con algún tipo de referencia al nombre del país. Así, S&P precede la calificación con la sigla "ra." (ejemplo: "ra.AAA"), Moody´s agrega la sigla ".ar" (ejemplo: "AAA.ar"), mientras que Fitch y Evaluadora Latinoamericana incorporan al final de la nota la sigla "(arg)" (ejemplo: "AAA (arg)").

En el caso de la calificación de acciones, las notas se expresan con números en una escala de 1 a 5, en la que 1 equivale a una empresa con la máxima capacidad para generar ganancias y 5 a las acciones de empresas que no proporcionan información válida o representativa para la evaluación.

Adicionalmente, cuando se emite la calificación otorgada, se informa la perspectiva o *Credit Watch*, es decir, la posibilidad de que se produzca en el corto o mediano plazo una mejora o empeoramiento de la nota.

Por otra parte, las SCR también son contratadas para evaluar el riesgo global de un emisor. En este caso, no se trata de calificar a un determinado valor negociable, sino de poner una nota a la empresa emisora. Es decir, que hay calificaciones que reflejan el riesgo global de una empresa y otras que reflejan el riesgo específico de un valor negociable emitido por esa misma empresa.

Avancemos un paso más para ejemplificar la dinámica de las calificaciones: las notas de diferentes valores negociables que son emitidos por una misma empresa no necesariamente tienen que ser iguales, sino que podrán ser diferentes de acuerdo a las condiciones de emisión que cada uno tenga (plazo de vencimiento, moneda de emisión, garantía, etc.). También puede suceder que un mismo valor negociable sea calificado con diferentes notas por distintas SCR. Esto es posible porque cada SCR tiene sus propios procedimientos para realizar las proyecciones que sirven de base para el proceso de calificación y, como toda proyección, no dejan de ser subjetivas independientemente de la seriedad y el profesionalismo con que se realicen.

También, las SCR evalúan los riesgos relacionados con las emisiones de los gobiernos nacionales, dando origen a lo que se conoce como **riesgo soberano** o **riesgo país**. En este caso, se analizan las condiciones económicas, políticas y sociales de un estado, incorporando además los niveles de riesgo jurídico y los antecedentes de incumplimiento de deudas anteriores.

Finalmente, y como consecuencia del positivo desarrollo de nuevos instrumentos financieros, las SCR han tenido que incorporar evaluaciones dirigidas a otros actores. Es el caso de los fiduciarios financieros, que cumplen el rol de emisores de los valores negociables cuando las empresas buscan financiamiento a través de una figura legal denominada fideicomiso financiero, que analizaremos en los próximos capítulos. Los fiduciarios financieros son evaluados por su capacidad para administrar los activos que forman el patrimonio del fideicomiso, en beneficio de los inversores. Otro ejemplo, son las calificaciones referidas a las Sociedades de Garantía Recíproca que, a través del aval que otorgan a los valores negociables, cumplen un rol central en las emisiones de las pequeñas y medianas empresas.

Palabras claves

PyMES
avales
socios partícipes
socios protectores
Fondo de Riesgo
SGR abiertas
SGR cerradas

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR)

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) son sociedades comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito de las denominadas Pequeñas y Medianas Empresas (**PyMES**) a través del otorgamiento de **avales** que garantizan el cumplimiento de las obligaciones que asumen. Estos avales suelen estar relacionados con los compromisos que las PyMES contraen en relación con cuestiones financieras (préstamos), técnicas (cumplimiento de contratos) o mercantiles (ante proveedores o anticipo de clientes).

El rol de las SGR en el mercado de capitales está asociado a las alternativas de financiamiento que las empresas PyMES tienen en el ámbito bursátil, las que han exhibido un importante crecimiento en los últimos años: el descuento de cheques de pago diferido, la emisión de obligaciones negociables bajo un régimen simplificado y la constitución de fideicomisos financieros son posibles, en gran medida, por la existencia de los avales de las SGR.

Formalmente, las SGR están constituidas por dos tipos de socios:

- Los **socios partícipes**, que pueden ser personas físicas o jurídicas, son los propietarios de las PyMEs y los beneficiarios de los avales que otorga la SGR.
- Los **socios protectores**, que pueden ser personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, son los que aportan el capital social y constituyen el **Fondo de Riesgo** que sirve de respaldo a los avales y garantías otorgados por la SGR.

En función de los requisitos exigidos a los socios partícipes, las **SGR** se clasifican en **cerradas** o **abiertas**.

En las cerradas, el socio partícipe puede acceder a esa categoría si pertenece a una determinada actividad o región, y/o si tiene vinculación con el socio protector como cliente o proveedor. Usualmente, el socio protector es una empresa grande que crea una SGR con el objetivo de brindar el servicio a las empresas PyMES con las

que comparte una relación comercial. El conocimiento que existe entre el socio protector y el partícipe tiende a facilitar el análisis del riesgo crediticio de las pequeñas y medianas empresas.

En las abiertas, no existen restricciones especiales para acceder al estatus de socio partícipe. En general, el socio protector es una entidad financiera o similar con capacidad de evaluación de los riesgos empresarios que acepta la inclusión de empresas de distintos sectores y regiones.

La actividad de las SGR es supervisada por la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (Sepyme) y por el Banco Central de la República Argentina (BCRA)[3], quienes controlan que se cumplan las normas prudenciales dirigidas a sostener la integridad financiera del sector. Como ejemplo, podríamos mencionar diferentes tipos de límites que se establecen para evitar la concentración del riesgo y un ratio máximo permitido entre el monto de avales otorgados y el fondo de riesgo de cada SGR.

Un análisis exhaustivo de las ventajas que el régimen de garantías aporta al funcionamiento de la economía es algo que excede el marco de este manual. Pero es claro que existe consenso sobre el valor de su aporte, algo que explica los beneficios fiscales especiales[4] que incentivan la actividad del sector.

Los Inversores Institucionales

Gran parte del ahorro que se genera en una economía es administrado por entidades que se especializan en la gestión de fondos. A estas instituciones, dedicadas a administrar los ahorros de terceros, se las denomina inversores institucionales. En nuestro país, los más relevantes son: los Fondos Comunes de Inversión y las Compañías de Seguro. Es importante señalar que las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) fueron el principal inversor institucional hasta la reforma previsional del año 2008[5].

[3] La disposición 209/2006 establece que las Sociedades de Garantía Recíproca que pretendan obtener la autorización para funcionar prevista en el art. 42 de la Ley Nº 24.467 deberán acreditar su inscripción en el registro especial creado por la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC) del Banco Central de la República Argentina.

[4] Artículo 29 de la ley 25.300.

[5] Ley 26.425

Fondos Comunes de Inversión (FCI)

Palabras claves

Reglamento de Gestión
cuotapartes
Sociedad Gerente
Sociedad Depositaria

Un Fondo Común de Inversión (FCI) puede definirse como un patrimonio indiviso, formado por los aportes de un grupo de inversores que tienen similares objetivos de inversión y delegan a un equipo de profesionales su administración en base a criterios o pautas preestablecidos en el denominado **Reglamento de Gestión**.

Los FCI pueden invertir en diferentes tipos de activos[6], como por ejemplo, valores negociables con cotización (acciones, títulos públicos, obligaciones negociables, etc), dinero en moneda local o extranjera, entre otras múltiples posibilidades.

Los inversores participan en el Fondo mediante la compra de **cuotapartes**, cuyo precio se actualiza diariamente en función de la cotización de los diferentes activos que integran el patrimonio del FCI y la cantidad de cuotapartes en circulación.

Las tareas de dirección y administración del fondo son realizadas por una sociedad anónima habilitada a tal fin, denominada **Sociedad Gerente**, que es la que ejecuta la política de inversiones de acuerdo a lo establecido en el reglamento de gestión. Por otra parte, la custodia de los valores y demás instrumentos representativos del patrimonio del fondo está a cargo de la denominada **Sociedad Depositaria** que, en general, es una entidad financiera.

La Comisión Nacional de Valores es la encargada de reglamentar y supervisar la actividad de los FCI. En este sentido, entre otras tareas, autoriza el funcionamiento de las sociedades gerentes y depositarias, define la información a presentar para la constitución de un FCI, aprueba el reglamento de gestión, establece la información contable que debe llevar el órgano administrador, supervisa todo lo inherente a la publicidad y audita a las sociedades gerentes.

Los FCI son comercializados por entidades financieras o intermediarios autorizados. Entre los distintos tipos de fondos que existen, los más conocidos son los Fondos de Renta Fija (conformados por títulos de deuda públicos y privados), Fondos de Renta Variable (acciones), Fondos de Dinero (depósitos a plazo fijo y títulos de deuda de corto plazo) y Fondos de Plazo Fijo (depósitos a plazo fijo).

[6] De acuerdo con el primer párrafo del artículo 1° de la ley N° 24.083 de Fondos Comunes de Inversión, el patrimonio del fondo puede estar integrado por: valores mobiliarios con oferta pública, metales preciosos, divisas, derechos y obligaciones derivados de operaciones de futuro y opciones, instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el BCRA y dinero.

Palabras claves

primas
pólizas

Compañías de Seguro

Los servicios que ofrecen las compañías aseguradoras se clasifican en dos grandes grupos o ramos: los Seguros Patrimoniales (automotores, incendio, granizo, etc.) y los Seguros Personales (vida, retiro y accidentes personales, entre otros).

Los fondos que administran las Compañías de Seguro están conformados por las **primas** que reciben de sus clientes en pago por las **pólizas** de seguro contratadas, y sus políticas de inversión están asociadas a la naturaleza contingente de sus pasivos. Esto último significa que en caso de producirse el siniestro objeto del contrato, como por ejemplo el hurto de un automóvil o el incendio de un inmueble, las aseguradoras deben hacer frente al pago previsto en la póliza de seguro. Esta característica hace que en general busquen invertir en activos financieros con plazos similares al de los riesgos que asumen de acuerdo al tipo de pólizas que ofrecen a sus clientes. Así, por ejemplo, los pasivos de las compañías que se especializan en seguros de vida están concentrados en el largo plazo, por lo tanto, los activos financieros en cartera tienden a tener un horizonte también de largo plazo.

En relación con el tipo de inversiones que realizan, es importante señalar que están obligadas a constituir reservas que deben colocarse íntegramente en los bienes enumerados en el artículo 35 de la ley 20.091. El propósito de la norma es asegurar el cumplimiento de sus obligaciones en tiempo y forma, por lo cual se privilegian los activos que suponen "mayor liquidez y suficiente rentabilidad y garantía".

El organismo de supervisión es la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN), un organismo público descentralizado que funciona bajo la órbita del Ministerio de Economía y Producción. Su función principal es realizar las actividades de control, supervisión e inspección del mercado asegurador conforme con los principios de la ley.

Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP)

Las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) fueron creadas por la ley 24.241, que dio origen al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones en el año 1993, con el objeto único y exclusivo de administrar el fondo de jubilaciones y pensiones formado por el aporte de los trabajadores que optaron, a partir de ese momento, por el régimen de capitalización individual previsto en la norma.

Así, las AFJP fueron el principal inversor institucional hasta el 4 de diciembre de 2008, fecha en que se promulgó la ley 26.425, que eliminó el régimen de capitalización individual. De este modo, se integró el sistema público de reparto con el de capitalización bajo el denominado Sistema Integrado Previsional Argentino (**SIPA**). Entre otras disposiciones de la nueva normativa, se estableció que los fondos anteriormente gestionados por las AFJP pasaran a integrar el Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público de Reparto (**FGS**), creado por el Decreto 897/07 bajo la órbita de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES).

Palabras claves

SIPA
FGS

El funcionamiento del régimen de capitalización individual preveía que los aportes realizados por los afiliados fueran administrados por las AFJPs, las cuales, una vez deducidas las comisiones, invertían los fondos de acuerdo a las pautas establecidas en el artículo 74 de la citada ley, en el que se enumeraban los diferentes activos financieros y la máxima participación que de cada uno de ellos se podía mantener en cartera. Además, por el artículo 78 se establecía que "todos los títulos valores, públicos o privados que puedan ser objeto de inversión por parte de los fondos de jubilaciones y pensiones, deben estar autorizados para la oferta pública y ser transados en mercados secundarios transparentes que brinden diariamente información veraz y precisa sobre el curso de las cotizaciones en forma pública y accesible al público en general". Adicionalmente, por el artículo 79, los activos financieros en los que se invertían los fondos tenían que tener una calificación de riesgo con una nota mínima que expresara la calidad de grado de inversión[7].

Con respecto a los derechos de copropiedad sobre el fondo, correspondientes a los afiliados o beneficiarios de cada AFJP, los mismos quedaban representados por cuotas. Una característica particular respecto a la administración de los fondos, distinta a la de otros inversores institucionales, era la exigencia que las AFJP tenían de garantizar a sus afiliados una rentabilidad mínima, para lo cual debían constituir un encaje especial con recursos propios.

El control y la supervisión de todas las AFJP era ejercido por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP), que funcionaba bajo la órbita del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social. Entre sus principales funciones se encontraban la autorización, reglamentación y fiscalización del funcionamiento de las AFJP.

La importancia de este inversor institucional queda reflejada en los últimos datos publicados por la Superintendencia de AFJP, respecto del valor de los activos bajo su administración que, al 31 de octubre de 2008, sumaban $77.992 millones.

[7] Ver en este capítulo lo referido a las Sociedades Calificadoras de Riesgo (SCR).

Los Inversores Calificados

La figura del inversor calificado surge en el año 1993[7] junto con el lanzamiento de un régimen simplificado para que las empresas pequeñas y medianas puedan financiarse en el mercado de capitales. Los menores requisitos de información que se solicitan a las empresas para realizar las emisiones de valores negociables (como por ejemplo obligaciones negociables y acciones del panel PyMES) hacen necesario que los inversores tengan capacidad para evaluar por sí mismos los riesgos implícitos en la inversión.

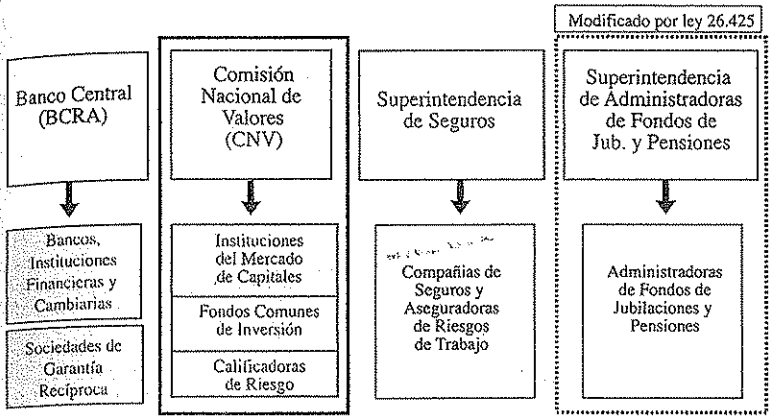
De esta manera, se pueden incorporar mecanismos de emisión y cotización de valores negociables más flexibles, que facilitan el acceso de un universo más amplio de empresas al financiamiento bursátil, pero estableciendo restricciones respecto del tipo de comprador con el objetivo de proteger a los inversores menos sofisticados.

Las normas vigentes establecen que los valores negociables emitidos por las empresas PyMES sólo pueden ser comprados por inversores calificados, salvo que cuenten con el aval de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR).

Con respecto a las empresas no incluidas en la categoría PyMES, la figura del inversor calificado está prevista como único suscriptor en las colocaciones de valores representativos de deuda de corto plazo, ya que los mismos se emiten bajo un régimen especial que exige a las emisoras menores requerimientos de información.

El diagrama que sigue muestra a los actores complementarios, con sus respectivas autoridades de supervisión y control:

[7] La Resolución 235/93 de la C.N.V y sus modificatorias, enumera a los siguientes inversores calificados: a) El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus entidades autárquicas, bancos y entidades financieras oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y Personas Jurídicas de Derecho Público, b) Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones, c) Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones profesionales de trabajadores con personería gremial, d) Agentes de Bolsa y agentes adheridos a entidades autorreguladas comprendidas en la resolución General 201, e) Fondos Comunes de Inversión, f) Personas físicas con domicilio real en el país, con un patrimonio neto superior a $350.000. En el caso de las sociedades de personas, dicho patrimonio neto mínimo se elevará a $700.000 y g) Personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio real fuera del país.



Capítulo 5

Valores Negociables I
Primeros conceptos

Los mercados de capitales ponen al alcance de los inversores una gran variedad de instrumentos financieros, también denominados valores negociables, cada uno con características particulares y diferentes relaciones de riesgo y rentabilidad. Estos instrumentos son la forma en la que se materializa el financiamiento que obtienen las empresas y el sector público (los oferentes) mediante su adquisición por parte de los inversores (los demandantes).

En este capítulo nos introduciremos en el proceso por el cual se ofrecen al público en general los distintos valores negociables, junto a una primera clasificación y enumeración de los mismos.

Palabras claves

oferta pública
Decreto 677/2001
Régimen de Transparencia
título valor
valor negociable
prospecto de emisión

La oferta pública de valores negociables

La emisión de los valores negociables requiere un control de legalidad y veracidad de la información aportada por el emisor, para obtener la autorización de "la **oferta pública**". Este proceso está claramente definido en el artículo 16 de la Ley 17.811, que establece: "se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores...".

La invitación debe ser efectuada por los propios emisores de los valores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquellos, y puede realizarse por cualquier medio de difusión: ofrecimientos personales o a través de Internet, publicaciones periodísticas, transmisiones telefónicas o televisivas, entre otros.

El **Decreto 677/2001**, conocido como **Régimen de Transparencia** de la Oferta Pública, en su artículo 2 amplía el alcance del concepto "**título valor**" e introduce el término "**valor negociable**": son los emitidos tanto en forma cartular así como también todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, a los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, a las acciones, a las cuotapartes de fondos comunes de inversión, a los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, a cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores, que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros.

La autoridad de aplicación de la ley es la Comisión Nacional de Valores (CNV), que para otorgar la autorización de oferta pública, debe controlar que se haya cumplido con el deber de informar adecuadamente sobre las características de los valores negociables a emitirse, que las mismas se ajusten a las normas vigentes, y que además la empresa se encuentre en condiciones de seguir brindando información relevante.

El proceso de autorización requiere la confección de un documento, denominado **prospecto de emisión**, que contiene información sobre el emisor (su situación económica, financiera, patrimonial y legal, entre otros) y sobre las características del valor negociable a emitir (tipo, plazo, moneda, mecanismo de colocación, etc.).

El prospecto tiene como objetivo que el potencial inversor cuente con información adecuada para la toma de decisiones de inversión, cumpliendo al mismo tiempo los requisitos legales de la oferta pública.

Una vez que el emisor obtiene, la autorización para hacer oferta pública, los valores negociables pueden ser ofrecidos a los potenciales inversores interesados.

La oferta se realiza a través de un intermediario autorizado, denominado **agente colocador**, quien junto a la empresa definirá las condiciones de la oferta: período y precio de suscripción, forma de integración, etc.

Este primer encuentro entre el emisor y los inversores en el mercado de capitales se realiza, como vimos en los capítulos previos, en el mercado primario. Por ejemplo, cuando una empresa decide hacer oferta pública de sus acciones y colocarlas entre los inversores, está obteniendo financiamiento para sus proyectos y convirtiendo a los inversores en sus socios o accionistas. En este caso, estamos en presencia de lo que se llama **Oferta Pública Inicial (OPI)**.

Los valores negociables ofertados públicamente pueden luego ser comprados y vendidos por los inversores a través de los intermediarios autorizados a operar en las distintas bolsas y mercados, ámbito que se conoce como mercado secundario. Esto requiere que el emisor solicite previamente la **autorización de cotización** correspondiente, ya sea en el sistema bursátil (Bolsa de Comercio de Buenos Aires y bolsas del interior del país) o en el extrabursátil (Mercado Abierto Electrónico)[1].

De esta manera, los valores negociables que fueron colocados en el mercado primario pueden ser negociados en el mercado secundario, proveyendo de **liquidez** a los inversores. Siguiendo el ejemplo anterior, el inversor puede vender las acciones adquiridas en el mercado primario a otro inversor interesado, mediante la actividad de **intermediación** que realizan los agentes y sociedades de bolsa en el mercado secundario.

En el siguiente diagrama resumimos lo visto en esta primera parte.

Palabras claves

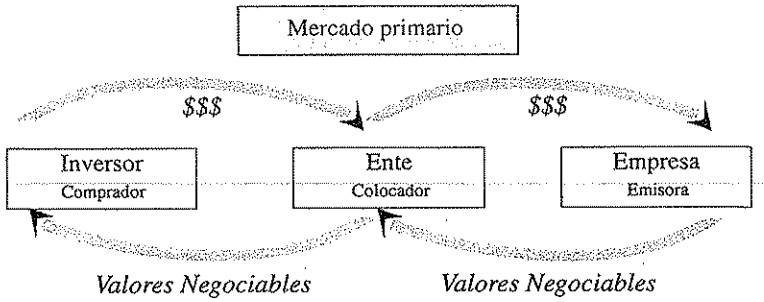
agente colocador
Oferta Pública Inicial
autorización de cotización
liquidez
intermediación

[1] En el caso de las acciones, sólo pueden ser negociadas en el ámbito bursátil.

ilustraciones

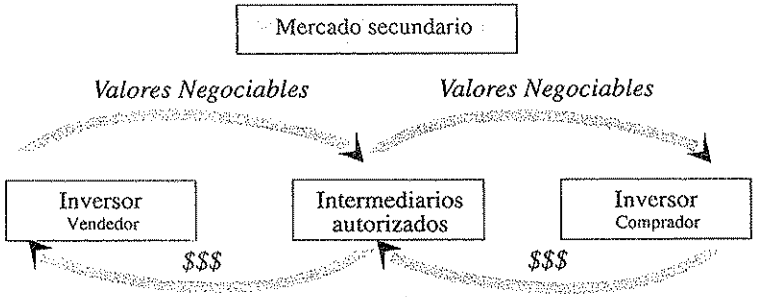
CNV

Autorización de oferta pública



Bolsas y Mercados

Autorización de cotización y negociación



¿Cómo se pueden clasificar los distintos valores negociables?

Los mercados de capitales ponen a disposición de las empresas e inversores una amplia variedad de valores negociables, cada uno con sus características y relaciones de riesgo y rentabilidad.

Una primera clasificación que podríamos efectuar es la siguiente:

- Según las características de su flujo de fondos: valores negociables de renta fija o de renta variable.
- Según quién es el emisor: emitidos por el sector privado (grandes empresas o emisores PyMES) o por el sector público (gobierno nacional, provincial o municipal).
- Según la forma en que se estructura la emisión: emisiones "dentro del balance del emisor" (*"on balance sheet"*) y emisiones "fuera del balance del emisor" (*"off balance sheet"*).

Palabras claves

renta fija
flujos de fondos
renta variable
acreedor
accionista

Valores negociables de renta fija y de renta variable

Esta primera clasificación está relacionada con la naturaleza del flujo de fondos que recibirá el inversor. Así, se dividen en:

Valores negociables de **renta fija** son aquellos que tienen **flujos de fondos** predeterminados que el inversor conoce al momento de la compra. En las condiciones de emisión se especifica cómo será la devolución del capital y el pago de los intereses estipulados. Los títulos públicos, las obligaciones negociables y los cheques de pago diferido son algunos ejemplos de esta categoría.

Valores negociables de **renta variable** son aquellos cuyos **flujos de fondos** no están predeterminados, es decir, no son conocidos por el inversor al momento de la compra. Esto es así porque dependen del resultado de la actividad a desarrollar por el emisor. El típico ejemplo de esta categoría son las acciones.

Cuando un inversor compra un valor negociable de renta fija se convierte en **acreedor** del emisor, mientras que un tenedor de un valor negociable de renta variable se transforma en socio o **accionista** del emisor.

Esta diferencia es importante, debido a que en el caso de liquidación o quiebra de la empresa el acreedor tiene prioridad frente a los accionistas. Por otra parte, el inversor en renta fija goza de los derechos económicos asociados a su condición de acreedor del emisor, mientras que el inversor en renta variable posee derechos políticos asociados a su condición de accionista, como la participación en asambleas, con derecho a voto para tomar decisiones societarias[2].

[2] Existe también una clase de acciones sin derecho a voto, pero con derechos económicos que compensan la ausencia de los derechos políticos.

Palabras claves

sector privado
sector público
on balance sheet
off balance sheet
vehículo

Valores negociables según el emisor

Tanto los instrumentos de renta fija como los de renta variable pueden ser emitidos por alguno de estos dos tipos de emisores:

- Empresas del **sector privado** (grandes o PyMES)
- El **sector público** (nacional, provincial o municipal)

Esta categorización referida a quiénes son los emisores de los valores negociables es un factor muchas veces considerado por los inversores a la hora de evaluar los riesgos asociados a la inversión. El análisis de la capacidad de pago del emisor cambiará según se trate de una empresa privada o de algún organismo del Estado (nacional, provincial o municipal).

En el primer caso, entre los principales aspectos a considerar se encuentra la información contable (balances) de la empresa, en tanto que, cuando el emisor es de carácter público, el análisis se hace mucho más complejo.

Generalmente, se considera al Estado un emisor "de bajo riesgo", pues cuenta con mayores recursos (impuestos y otros ingresos) para poder cumplir con el pago de sus obligaciones. Asimismo, dado que no existe el riesgo de quiebra, el plazo y los montos de emisión de los valores negociables públicos suelen ser mayores a los de las empresas privadas.

Valores negociables según la forma en que se estructura la emisión

El tipo de estructura elegida por el emisor define, entre otros aspectos, los activos que respaldarán la emisión y, por lo tanto, el riesgo a asumir por el inversor. En este sentido, el respaldo con que cuentan los valores negociables puede estar dado por la totalidad del patrimonio del emisor, emisiones denominadas *On balance sheet*, o por un conjunto específico de activos, emisiones denominadas *Off balance sheet*.

En el primer caso, el instrumento emitido pasa a formar parte del pasivo si es un valor negociable de renta fija, como por ejemplo las obligaciones negociables, o del patrimonio neto del emisor si es de renta variable, como las acciones.

En el segundo caso, los valores negociables son emitidos por un "**vehículo**", representado por una figura jurídica especial creada con el objetivo de separar el riesgo del valor negociable del riesgo de quiebra de la empresa.

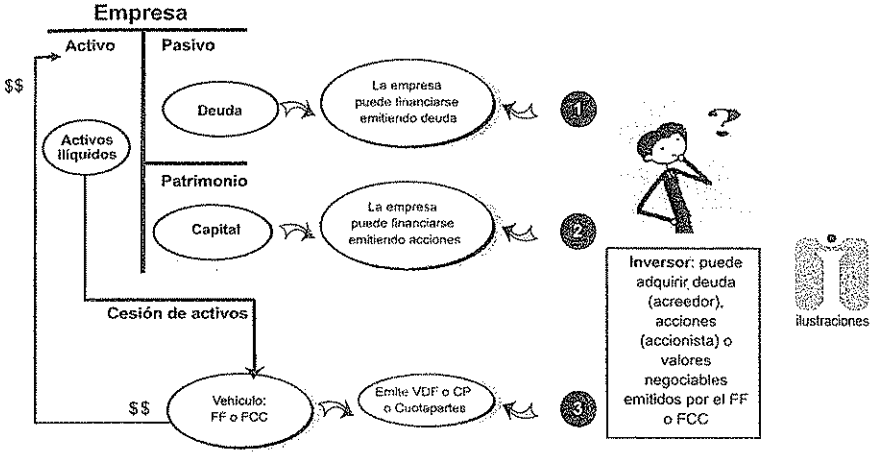
Esto se logra mediante la **cesión** de ciertos **activos**, que pasan del balance de la empresa originante al vehículo, para su administración en beneficio de los inversores. En Argentina, los vehículos disponibles para realizar este tipo de estructuraciones son los fideicomisos financieros (FF) y los fondos comunes de inversión cerrados (FCC)[3].

Palabras claves

cesión de activos
VDF
CP

Cuando los valores negociables son emitidos por un fideicomiso financiero reciben los siguientes nombres: Valores Representativos de Deuda Fiduciaria (**VDF**) si son de renta fija, y Certificados de Participación (**CP**) si son de renta variable. Si en cambio, el vehículo elegido es un fondo común cerrado, los valores negociables se denominan Cuotapartes representativas de deuda o capital.

El siguiente esquema resume las clasificaciones que hemos visto en este apartado:



Valores Negociables disponibles para ser adquiridos por los inversores en el mercado de capitales

En el siguiente cuadro se presentan los valores negociables, según las distintas clasificaciones introducidas en este capítulo. Así, podemos distinguir los de renta fija respecto de los de renta variable, los emitidos por el sector público o por el sector privado, y discriminarlos según se trate de una emisión dentro de la hoja de balance ("*on balance sheet*") o de una emisión estructurada a través de un vehículo ("*off balance sheet*").

[3] En el siguiente capítulo se explicará la diferencia entre un fondo común de inversión cerrado y un fondo común de inversión abierto.

Ilustraciones

Emisor	Renta Fija	Renta Variable	Estructuración
Sector Público	Títulos Públicos Letras y Notas del BCRA		
Sector Privado	Obligaciones Negociables (ON) Valores de Corto Plazo (VCP) Cheques de Pago Diferido (CPD)	Acciones	Dentro de la hoja de balance *(On balance sheet)*
	Certificados de Valores (CEVA) CEDEARs		
Fideicomiso Financiero	Valores de Deuda Fiduciaria (VDF)	Certificados de Participación (CP)	Fuera de la hoja de balance *(Off balance sheet)*
Fondo Común de Inversión Cerrado	Cuotapartes de Renta	Cuotapartes de Condominio	

En el próximo capítulo profundizaremos algunos de los aspectos más relevantes referidos a cada uno de estos instrumentos.

Capítulo 6

Valores Negociables II
Principales características

En el capítulo anterior presentamos un cuadro con los instrumentos que están disponibles para su negociación en los mercados de capitales. A continuación describiremos con mayor detalle cada uno de ellos, enumerando sus principales características y sus correspondientes relaciones de riesgo y rentabilidad.

Palabras claves

amortización
renta
títulos públicos
LEBAC
NOBAC

Instrumentos de Renta Fija

Antes de comenzar con la descripción de cada uno de los valores negociables pertenecientes a esta categoría, explicaremos dos conceptos fundamentales que los caracterizan, en relación con la promesa de pago que representan:

- **Amortización**: es la forma en que el emisor devolverá al inversor el capital invertido, denominado técnicamente "valor nominal". La amortización, cuyas características se detallan en el prospecto de emisión, puede ser en cuotas periódicas o al vencimiento, en un único pago.

- **Renta**: es el pago de intereses en compensación por el capital invertido. También, se lo conoce técnicamente como "cupón de interés o de renta". La forma y frecuencia de los pagos se detallan en el prospecto de emisión. En algunos casos, el emisor puede incluir en las condiciones un período de gracia durante el cual los intereses, en lugar de pagarse, son "capitalizados", es decir que se acumulan y se pagan en la fecha prevista junto con la cuota de amortización.

Títulos públicos, Letras y Notas del BCRA

Comenzamos con la descripción de estos instrumentos dado que, en nuestro país, la mayor parte de los títulos de renta fija autorizados a cotizar por las bolsas y mercados corresponden a emisiones del sector público.

Los **títulos públicos** son instrumentos de renta fija emitidos por el gobierno nacional, provincial o municipal. En el caso de las Letras y Notas (**LEBAC** y **NOBAC**, respectivamente) el emisor es el Banco Central de la República Argentina (BCRA), una entidad autárquica que forma parte del sector público nacional y que representa la máxima autoridad monetaria.

Mientras los títulos públicos se emiten con el objetivo de financiar al sector público, los emitidos por el BCRA tienen por objetivo ejecutar operaciones de regulación monetaria, es decir controlar la cantidad de billetes y monedas de la economía en circulación. En el primer caso, los servicios financieros, representados por los cupones de amortización e intereses, son pagados con la recaudación de impuestos y otros ingresos del sector público, en tanto que las LEBAC y NOBAC son una deuda del BCRA que tiene como respaldo el patrimonio de esta entidad.

Palabras claves

plazo de emisión
moneda de emisión
tasa de cupón
cupón cero
amortización
bullet
cláusula de ajuste del capital
legislación aplicable

En nuestro mercado, existe una gran variedad de títulos de renta fija con diferentes condiciones de emisión, las cuales podemos clasificar de acuerdo a las siguientes características:

- **Plazo de emisión**: corto, mediano y largo plazo. Las fechas de vencimiento de los títulos públicos, y de las LEBAC y NOBAC, varían de 1 mes a 42 años.
- **Moneda de emisión**: pesos, dólares, euros u otras.
- **Tasa de cupón**: fija, variable (ajustable en función de alguna tasa de interés de referencia o "*benchmark*"), creciente (*step-up*) o con capitalización parcial o total (en el primer caso se paga una parte del cupón en efectivo y el resto se capitaliza, en tanto que en el segundo caso todo el cupón se capitaliza hasta una fecha determinada por el emisor). También pueden existir títulos sin cupones de renta, que reciben el nombre de "**cupón cero**" o "a descuento". En este tipo de título, los intereses se cobran por adelantado bajo la forma de un descuento en el precio, como es el caso de las LEBAC.
- **Amortización**: en cuotas periódicas (mensuales, trimestrales, semestrales o anuales), o en un pago total al vencimiento. Los títulos que pagan la amortización al vencimiento y tienen cupones de renta periódicos, se denominan "*bullet*".
- **Cláusula de ajuste del capital**[1]: el capital o valor nominal del título se ajusta en base a un "coeficiente o índice de actualización" definido al momento de la emisión. Son ejemplos de esta categoría los títulos públicos nacionales cuyo capital se ajuste por el coeficiente CER[2].
- **Legislación aplicable**: se refiere a los tribunales en donde el inversor podría llegar a entablar litigios contra el emisor del instrumento por el incumplimiento de alguno de los términos definidos en las condiciones de emisión. Pueden ser de carácter doméstico (tribunales federales de la Nación) o internacional (cortes del estado de New York en EE.UU., Inglaterra, Luxemburgo, entre los más usuales).

[1] Es importante señalar, que al sancionarse la ley 25.561 de Emergencia Económica y Reforma del Régimen Cambiario, se mantuvo y modificó el texto del artículo 10 de la ley 23.928 de Convertibilidad, por el cual se derogaron "todas las normas legales o reglamentarias que establecen o autorizan la indexación por precios, actualización monetaria, variación de costos o cualquier otra forma de repotenciación de las deudas, impuestos, precios o tarifas de los bienes, obras o servicios".

[2] CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia, definido de acuerdo a la Resolución 47/2002 del Ministerio de Economía.

Palabras claves

obligaciones negociables
ON simples

Este tipo de instrumentos puede ser adquirido por el inversor ya sea en el mercado primario (participando de las licitaciones públicas realizadas por el Ministerio de Economía o el BCRA), o en el mercado secundario (a través de un intermediario autorizado a operar en el Merval o en el MAE). Es importante destacar que a diferencia de los instrumentos emitidos por el sector privado, estos títulos no requieren de la autorización de oferta pública que otorga la CNV.

Obligaciones Negociables, Valores de Corto Plazo y Cheques de Pago Diferido

Estos instrumentos son emitidos por empresas, y de acuerdo a sus características particulares se denominan: Obligaciones Negociables (ON), Valores de Corto Plazo (VCP) y Cheques de Pago Diferido (CPD). Existe también un régimen especial para la emisión de ON PyMES.

Obligaciones Negociables representan un contrato de empréstito entre la empresa y el inversor. De acuerdo al artículo 1° de la ley 23.576 (modificada por la ley 23.962) los emisores de este instrumento pueden ser sociedades por acciones, cooperativas, asociaciones civiles constituidas en el país y sucursales de sociedades por acciones constituidas en el extranjero.

Del mismo modo que los títulos públicos, las condiciones de emisión de las ON pueden variar de un emisor a otro y son especificadas en un documento conocido como prospecto de emisión, que se publica al momento de requerir la autorización de oferta pública y cotización en el ámbito bursátil o extrabursátil.

El prospecto de emisión contiene, además de la información sobre la empresa emisora, las condiciones de emisión, entre las que se encuentran: la moneda, la forma y plazos de amortización del capital, el interés y la garantía.

En función de algunas de estas características, las podemos clasificar de la siguiente manera:

Por su tipo:

- **ON simples**: son el tipo de ON más común. Representan una relación de préstamo entre el emisor y el inversor, y por lo tanto el compromiso del deudor de devolver en tiempo y forma el capital más los intereses pactados. Pueden ser conservados por los inversores hasta su vencimiento –lo que se conoce como una inversión a "*finish*"–, con el propósito de ir recibiendo el pago de los cupones de amortización (correspondiente a la devolución del capital) y los de renta (correspondiente a los intereses pactados). También pueden ser compradas por los inversores con la esperanza de que una suba del precio les permita realizar una ganancia de capital a través de la venta en los mercados secundarios (inversión para *trading*).
- **ON convertibles**: son aquellas que, además de representar una relación de crédito, le otorgan al inversor la opción de canje por una determinada cantidad de acciones representativas del capital social de la emisora, según una relación de conversión explicitada en el prospecto de emisión, y que, en general, reproduce condiciones más ventajosas que la compra de esos valores en el mercado secundario. Cuando se emite este tipo de obligaciones negociables, la ley protege a los accionistas de la emisora con el derecho de suscripción preferente y de acrecer, ya que el ejercicio de la opción de conversión representa la cancelación de la deuda y en forma simultánea el aumento de capital (el inversor cambia su estatus de acreedor al de accionista de la empresa).

Palabras claves

ON convertibles
garantía
simple o común
especial
flotante
prendaria
fideicomiso de garantía
fianza o aval
ON PyMES
régimen simplificado

Por la **garantía** de la emisión:

- **Simple o común**: la garantía es el patrimonio del emisor, es decir, el inversor es un acreedor común, sin ninguna preferencia o prelación en el cobro frente a otros acreedores de la empresa.
- **Especial**: determinados bienes, como los inmuebles, quedan afectados a la garantía de la ON.
- **Flotante**: la garantía recae o "flota" sobre todos los bienes muebles e inmuebles, presentes y futuros del emisor. Es decir, que el emisor se compromete a mantener una garantía en bienes que, si bien pueden cambiar en el tiempo, deben ser suficientes para respaldar el monto emitido.
- **Prendaria**: uno a más bienes muebles son afectados como garantía de la emisión.
- **Fideicomiso de garantía**: los activos o flujos de fondos afectados a la garantía son cedidos a un fideicomiso de garantía. De este modo la garantía se separa del patrimonio del emisor, quedando protegida en caso de quiebra del mismo. Este tipo de emisión recibe el nombre de ON Fiduciaria.
- **Fianza o aval**: el pago de la ON es garantizado por un tercero, por ejemplo una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR).

ON PyMES son emitidas por empresas que se encuadran dentro de un **régimen simplificado** de oferta pública y cotización, especialmente creado para promover las emisiones de las pequeñas y medianas compañías. Sólo pueden ser adquiridas por inversores calificados, salvo que sean garantizadas por una SGR o una institución financiera, como mínimo en un 75%.

Palabras claves

Valores de Corto Plazo (VCP)
Cheque de Pago Diferido (CPD)

Valores de Corto Plazo (VCP) la característica particular se relaciona con el plazo de emisión que puede ser, como máximo, de 365 días. Por tratarse de un título de deuda de corto plazo, son emitidos bajo un régimen simplificado de oferta pública con menores requisitos de información. Por este motivo, los VCP sólo pueden ser adquiridos por inversores calificados. Si bien, en general, son bonos del tipo cupón cero, también pueden emitirse con condiciones similares a las de las obligaciones negociables.

Cheque de Pago Diferido (CPD) el artículo 54 de la ley 24.452 define al cheque como "una orden de pago librada a días vista, a contar desde su presentación para registro en una entidad autorizada, contra la misma u otra en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, dentro de los límites de registro que autorice el girado".

El CPD es un instrumento de deuda con un plazo máximo de emisión de 360 días y del tipo cupón cero, ya que el inversor lo compra a un valor inferior al que recibirá al vencimiento del mismo.

El siguiente esquema resume las características de la operación:

Ilustraciones

Monto nominal del CPD: $10.000
Monto invertido: $9.700
Plazo del CPD: 60 días
Descuento que se aplica al vendedor: $300
Intereses que recibe el comprador: $300

El Poder Ejecutivo Nacional, a través del Decreto 386/2003, establece que los CPD pueden ser depositados en la Caja de Valores S.A. para su negociación en las bolsas de comercio y mercados de valores autorregulados[3].

Palabras claves

subastas bursátiles
segmentos de cotizacion
CPD patrocinados
CPD avalados
CDP patrocinados por la entidad libradora o endosante

Para el inversor constituye una alternativa de colocación de fondos a corto plazo en el mercado de capitales y desde el punto de vista de la empresa, es una fuente alternativa de financiamiento de corto plazo.

Los CPD se negocian mediante **subastas bursátiles** a través de sistemas electrónicos, en los que los agentes y sociedades de bolsa ingresan las tasas de descuento ofertadas por los inversores.

Existen distintos **segmentos de cotización** para la negociación de CPD:

- **CPD patrocinados**: la empresa libradora es la que solicita la autorización de cotización de los CPD que emite, en general, a favor de sus proveedores. Las libradoras pueden ser sociedades comerciales, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales y fundaciones. Además, mediante la Resolución 556/09 de la CNV, se agregan como potenciales libradores al Gobierno Nacional, los gobiernos provinciales y municipales, entes autárquicos y empresas del estado. La responsabilidad de pago corresponde a la libradora, que deberá tener fondos suficientes en la cuenta bancaria a la fecha de vencimiento del CPD.
- **CPD avalados**: una sociedad de garantía recíproca o una entidad financiera solicita la autorización de cotización de los CPD que garantiza. Esto significa que, en caso de un eventual incumplimiento del librador del CPD, la entidad avalista asume el pago en tiempo y forma. Es el segmento de cotización que presenta el mayor volumen de negociación.
- **CPD patrocinados por la entidad libradora o endosante:** esta modalidad permite que empresas cotizantes de acciones y obligaciones negociables puedan solicitar autorización para cotizar CPD que hubieran recibido como beneficiarias en pago por la provisión de bienes y servicios. Así, se convierten en endosantes de los CPD recibidos y son responsables por el pago en el caso de que no sean abonados a la fecha de vencimiento por los libradores originales.

[3] Normativa relacionada con la operatoria: Resolución General 452/2003 de la CNV y Resolución de Consejo 2/2003 la BCBA. Por su parte la Caja de Valores S.A. dictó un Reglamento Operativo y el Merval las disposiciones para su negociación.

Palabras claves

cotización
oferta
demanda
expectativas
dividendos en efectivo
participación en las decisiones societarias
derecho a percibir dividendos

Instrumentos de Renta Variable

Acciones

Las acciones representan una parte o cuota del capital social de una sociedad anónima. Por lo tanto, le confieren a su titular legítimo la condición de socio o accionista y establecen un conjunto de relaciones jurídicas entre este y la sociedad.

Pertenecen a la categoría de instrumentos de renta variable porque el inversor, al momento de comprarlas, no conoce el flujo de fondos futuro que recibirá por su inversión. Diariamente, la **cotización** de la acción fluctúa en función del libre juego de la **oferta** y la **demanda**, que permite el descubrimiento de un precio justo, en función de toda la información disponible en el mercado y de las **expectativas** que mantengan los inversores sobre la evolución futura de los resultados de la empresa.

Por otra parte, cuando la sociedad cotizante obtiene ganancias durante un período, la asamblea puede decidir distribuirlas entre los accionistas, total o parcialmente en la forma de **dividendos en efectivo**.

Por lo tanto, el rendimiento de una inversión en acciones dependerá de las ganancias o pérdidas de capital originadas en la fluctuación de la cotización, y de los dividendos en efectivo que reciba el inversor.

Las acciones pueden ser compradas en el mercado primario, al momento de su emisión y de acuerdo a las especificaciones del prospecto de emisión y avisos de suscripción que publique la emisora. Alternativamente, pueden también adquirirse a otros inversores en el mercado secundario, a través de los agentes y sociedades de bolsa, y a la cotización vigente.

Entre los principales derechos que las acciones otorgan a sus tenedores podemos mencionar:

- **Participación en las decisiones societarias:** el accionista tiene derecho a participar en las asambleas, requerir explicaciones respecto de los estados contables, elegir a los integrantes de los órganos de administración (directores) y de fiscalización (síndicos o consejeros de vigilancia).
- **Derecho a percibir dividendos**: en el caso de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones, los pagos de dividendos deben informarse a los accionistas mediante avisos publicados en la BCBA y deben ser abonados en la forma y plazos que establecen las normas de la CNV.

- **Derecho de suscripción preferente y de acrecer**: en el caso de que la empresa decida realizar una ampliación de capital, ya sea mediante la emisión de nuevas acciones u obligaciones negociables convertibles en acciones, los accionistas poseen el derecho de preferencia para adquirir los nuevos valores. Para ello, los accionistas reciben cupones de suscripción preferente en forma proporcional a sus tenencias. En el caso de no estar interesados en ejercer el derecho, los cupones pueden ser vendidos en el mercado secundario. Adicionalmente, si existe un interés por parte de los accionistas de aumentar su participación en el capital de la sociedad, podrán ejercer su derecho de acrecer indicando la cantidad máxima de nuevas acciones que están dispuestos a adquirir.
- **Derecho en caso de liquidación de la sociedad**: el accionista tiene derecho a recibir su parte proporcional en la liquidación del patrimonio social al momento de liquidarse una empresa, ya sea por quiebra o por disolución de la sociedad.

Palabras claves

derecho de suscripción preferente y de acrecer
derecho en caso de liquidación de la sociedad
acciones ordinarias
acciones preferidas

Existen distintos tipos de acciones en función de los derechos que le otorgan a sus tenedores. En general, las distintas clases suelen identificarse con letras como, por ejemplo, acciones Clase A, B o C.

A continuación, introducimos los principales aspectos de los diferentes tipos de acciones:

- **Acciones Ordinarias**: es el tipo de acción más habitual en el mercado de capitales, otorgan derecho a voto y poseen derechos económicos en igual proporción a su participación en el capital social. Como principio general, cada acción ordinaria da derecho a un voto, pero el estatuto de la empresa puede crear clases que reconozcan hasta cinco votos por acción ordinaria. A este último tipo de acciones ordinarias se lo denomina también "acciones privilegiadas", y es importante mencionar que estas no pueden ser emitidas por la sociedad después de haber realizado oferta pública de sus acciones.
- **Acciones Preferidas**: son aquellas que tienen preferencia económica o dividendos de cobro preferente con respecto a las ordinarias. Usualmente, tienen el derecho a un dividendo fijo o a un tratamiento preferente en caso de liquidación de la empresa. Si bien pueden carecer de derecho a voto, este puede ser ejercido en caso de mora en los beneficios que constituyen su preferencia o mientras esté suspendida o retirada de cotización.

Palabras claves

acciones de participación o sin derecho a voto
eventos corporativos
aumento de capital
reducción de capital
desdoblamiento *(split)*
agrupación de acciones *(split* inverso*)*

■ **Acciones de participación o sin derecho a voto**: representan una participación en el capital social pero carecen de derecho a voto, disfrutando en compensación de derechos económicos especiales.

Una vez que la empresa ingresa al régimen de oferta pública y cotización, pueden producirse ciertos hechos que cambian el valor o las tenencias accionarias del inversor. Entre los **eventos corporativos**, los más usuales son:

- **Aumento de capital**: la asamblea de accionistas de la empresa puede decidir realizar una ampliación del capital social mediante una suscripción de nuevas acciones. En este proceso, los fondos que recibe la sociedad pueden provenir de sus actuales accionistas, mediante el ejercicio de su derecho de suscripción preferente o a través de aportes en especie, o de nuevos inversores interesados en adquirir las acciones a ser emitidas por la sociedad. El precio de suscripción es definido por la sociedad y puede ser a la par, sobre la par o bajo la par (es decir, igual, mayor o menor al valor nominal de la acción). El aumento de capital también puede producirse por un reordenamiento de las cuentas del patrimonio, por ejemplo, una capitalización de deudas que implica el canje de deuda por acciones, o bien una capitalización de reservas por la cual se reducen las reservas del patrimonio como contrapartida de un aumento del capital social.

- **Reducción de capital**: la empresa puede decidir voluntariamente una reducción del capital social efectuando la devolución de los aportes a sus accionistas, en cambio la reducción es obligatoria cuando las pérdidas acumuladas consumen la totalidad de las reservas y el 50% del capital social. Un caso especial es la "amortización de acciones", proceso por el cual una sociedad con ganancias líquidas y realizadas puede recomprar sus propias acciones, ofreciendo el pago de un precio justo que asegure la igualdad entre todos sus accionistas.

- **Desdoblamiento (*Split*) y agrupación de acciones (*Split* inverso)**: el desdoblamiento implica aumentar la cantidad de acciones de una sociedad disminuyendo el valor nominal de la acción en una proporción determinada (por ejemplo, por cada acción de valor nominal $10 que posea un inversor, le entregan diez acciones de valor nominal $1). La cotización de la acción en el mercado se reduce en la misma magnitud, de modo de no afectar el valor de la tenencia accionaria de los inversores. El objetivo del *split* suele ser incentivar una mayor liquidez a las acciones.

Por su parte, en un *split* inverso o de agrupamiento, disminuye la cantidad de acciones de la sociedad al tiempo que aumenta su valor nominal, teniendo nuevamente un efecto neutro para el accionista. En general, se produce cuando la cotización de la acción se encuentra muy por debajo de su valor nominal.

Palabras claves

oferta pública de adquisición de acciones (OPA)
programas patrocinados

- **Oferta pública de adquisición de acciones (OPA)**[4]: esta operación tiene lugar cuando una persona física o jurídica desea adquirir, a un precio determinado, una parte o la totalidad de las acciones de una empresa cotizante. El objetivo del oferente de la OPA es alcanzar el control o una participación significativa en el capital de la sociedad. Generalmente, el precio ofrecido es superior al de cotización.

Certificados de Depósito Argentino (CEDEARs)

Son certificados que representan una determinada cantidad de valores negociables que no tienen oferta pública ni cotización en el mercado argentino[5].

De este modo, al comprar un CEDEAR, el inversor accede a valores negociables que cotizan en los mercados internacionales y a todos los derechos que dichos activos otorgan a sus tenedores. Así, por ejemplo, en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires se pueden comprar certificados que representan acciones de empresas como Walt Disney o Microsoft, y certificados de títulos de deuda de empresas como Coca-Cola.

Es importante señalar que la Comisión Nacional de Valores admite la emisión de CEDEARs que representen valores negociables con cotización en alguno de los mercados internacionales con los que esa institución tiene acuerdos de intercambio de información.

Existen dos tipos de programas de CEDEARs, en función de quién es el emisor de los mismos: patrocinados y no patrocinados.

■ **Programas patrocinados**: la empresa extranjera es la que solicita en el mercado local la autorización de oferta pública del CEDEAR, representativo de sus acciones o títulos de deuda que cotizan en un mercado extranjero, comprometiéndose a cumplir con todos los requerimientos de información exigidos por las autoridades de control.

[4] El Decreto 677/2001, en sus artículos 22 al 24, regula el proceso de una OPA.
[5] Resolución General 291/97, disponible en www.cnv.gov.ar, ingresando a Marco Normativo/Resoluciones Generales.

Palabras claves

programas no patrocinados

- **Programas no patrocinados**: este tipo de programa es emitido, en general, por una entidad financiera[6], que debe cumplir con los requerimientos de las autoridades de control y, simultáneamente, poner a disposición de los inversores toda información relevante relacionada con los valores negociables representados por el CEDEAR (por ejemplo, pagos de dividendos, canje de acciones, cambios de denominación social, asambleas, pagos de renta y amortización, etc.).

Los CEDEARs que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires son, en su mayoría, de origen norteamericano, europeo y brasileño, y todos han sido emitidos por entidades financieras bajo la forma de un programa no patrocinado.

Cada CEDEAR representa una cantidad fija de activos de una misma especie, clase y empresa, que son informadas por el emisor del certificado al momento de solicitar la autorización de oferta pública y cotización. Para que los CEDEAR puedan ser emitidos, los activos que representan deben quedar bajo la custodia de alguna de las entidades admitidas por la normativa[7].

Justamente, porque el CEDEAR otorga a los inversores los mismos derechos que se les confiere a los titulares de los valores negociables que representan, es que, teniendo en cuenta el tipo de cambio y los costos de transacción implícitos, la cotización del CEDEAR en la bolsa local no debería diferir significativamente de la cotización que tienen los valores negociables que lo conforman en los mercados internacionales donde se negocian[8].

Certificados de Valores (CEVAs)

Son certificados que representan un conjunto de diferentes especies de valores negociables. En general, los activos que integran el CEVA se seleccionan de acuerdo con la composición de un determinado índice o siguiendo un criterio de categorización que debe ser aprobado por la Comisión Nacional de Valores[9].

El objetivo del CEVA es que el inversor pueda acceder a una cartera de activos diversificada, en una única operación y con la misma sencillez con que se negocia un bono o una acción individual.

[6] Artículo 88 de la Resolución General 291/97.
[7] Artículo 90 de la Resolución General 291/97.
[8] Para realizar la comparación de precios hay que tener en cuenta la cantidad de valores negociables que integran el CEDEAR.
[9] Resolución General 483/2005 y modificatoria 497/07 de la CNV, disponible en www.cnv.gov.ar, ingresando a Marco Normativo/Resoluciones Generales.

Palabras claves

ETF
Macc
MBix
titulización
securitización

Para poder incluirse en el CEVA, los valores negociables deben tener autorización de oferta pública y cotización en Argentina, o en mercados con los que la Comisión Nacional de Valores tenga firmados acuerdos de entendimiento para el intercambio de información.

Los CEVA son similares a los **ETF** (*Exchange Traded Funds*), una figura que durante los últimos años ha tenido un gran crecimiento en los mercados internacionales. A través de los ETF los inversores pueden invertir en un instrumento que busca replicar la evolución, por ejemplo, de un índice bursátil como el *Dow Jones* o el *Standard & Poor's* 500, o de un *commoditie*, como el petróleo o el oro, o de carteras compuestas por títulos de un determinado país o región.

Al igual que los CEVA, los ETF también son certificados representativos de un conjunto de valores negociables, pero existe una diferencia entre ambos en relación con la forma en que evoluciona la cartera de los activos que los componen. En el caso de los ETF, la cartera de activos varía a través del tiempo en función de los cambios que va teniendo la composición del índice que replica. En cambio, en el caso del CEVA, la cantidad de valores negociables que lo componen permanece fija en el tiempo a lo largo de toda su vida, que tiene un plazo máximo de tres años según la normativa, con la posibilidad de ser renovado solicitando la autorización correspondiente a la CNV.

El **Macc (Merval Acciones)** y el **Mbix (Merval Bonos Indexados)** son dos ejemplos de CEVAs. La cartera fija del Macc se construyó con las ocho acciones de mayor negociación y capitalización bursátil que componían el Indice Merval al momento de la emisión, mientras que la canasta fija del Mbix se conformó con ocho títulos públicos nominados en pesos y con ajuste por CER, incluidos en el índice de bonos IAMC al momento de su emisión[10].

Fideicomisos Financieros (FF) y Fondos Comunes de Inversión Cerrados (FCC)

Estos instrumentos están relacionados con un mecanismo de financiamiento de empresas que se conoce como **titulización** o **securitización**[11] de activos.

A través de esta ingeniería financiera se logra, por ejemplo, que un conjunto de

[10] Para mayores precisiones respecto del Indice Merval y del Indice de Bonos IAMC consultar los capítulos 9 y 13.
[11] Proviene del término en inglés *securitization*.

Palabras claves

fiduciante
fiduciario
beneficiario
fideicomisario

activos ilíquidos, préstamos hipotecarios, prendarios, personales, cupones de tarjetas de crédito, etc. se transformen en un valor negociable para su colocación y negociación en el mercado de capitales.

Los instrumentos jurídicos, o vehículos, que están disponibles en nuestro país para realizar este tipo de ingeniería financiera son los FF y los FCC, con un claro predominio de los primeros en cantidad y monto de emisiones.

Fideicomisos Financieros (FF)

En el marco de la ley 24.441, se dice que "habrá fideicomiso cuando una persona **(fiduciante)** transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra **(fiduciario)**, quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato **(beneficiario)**, y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al **fideicomisario**".

En este punto, resulta importante distinguir la diferencia entre un fideicomiso financiero y un fideicomiso común. El primero es el que está relacionado con el mercado de capitales, ya que se constituye para realizar un proceso de titulización o securitización de activos con emisión de valores negociables. El segundo, se utiliza para formalizar relaciones comerciales y financieras, no relacionadas con el mercado de capitales.

A partir de estos conceptos, veamos entonces el rol de cada una de las partes:

- Fiduciante: es la empresa que busca financiamiento en el mercado de capitales y la "originante" de los activos ilíquidos que se transmiten al fideicomiso para conformar el patrimonio fideicomitido. Este patrimonio, que está separado del de la empresa y por lo tanto aislado de su riesgo de quiebra, se constituye en el respaldo de los valores negociables que emite el fiduciario financiero para ser colocados entre los inversores.
- Fiduciario Financiero: es una entidad especializada que cumple el rol de administrar los bienes o activos que la empresa fiduciante transmite al fideicomiso, y de emitir los valores negociables. La administración que realiza el fiduciario financiero es en beneficio de los inversores que compran los valores negociables. Pueden actuar como fiduciarios financieros las entidades financieras y las sociedades autorizadas por la CNV.
- Beneficiarios: son los inversores que compran los valores negociables emitidos por el fiduciario financiero y que, por lo tanto, reciben los derechos económicos que surgen de la administración de los bienes o activos transmitidos al fideicomiso.

- Fideicomisario: se denomina así al último beneficiario, quien recibe el remanente de los bienes que integran el fideicomiso luego de haberse cumplido con todas las obligaciones previstas en el contrato. Esta figura puede no ser incluida en el contrato cuando se prevea que los destinatarios finales de dichos bienes residuales serán el mismo fiduciante o los beneficiarios.

Palabras claves

valores representativos de deuda (VRD)
valores representativos de deuda fiduciaria (VDF)
certificados de participación (CP)

El nombre que reciben los valores negociables emitidos a partir de un contrato de fideicomiso financiero, según representen un activo de renta fija o de renta variable, se denominan **"valores representativos de deuda (VRD) o valores representativos de deuda fiduciaria (VDF)"** o **"certificados de participación (CP)"**, respectivamente.

En el proceso de estructuración, emisión y colocación de los valores negociables emitidos por un fideicomiso financiero participan, entre otros actores relevantes, los siguientes: asesores legales y financieros, auditores, y calificadoras de riesgo, que no sólo califican a los valores negociables sino también al fiduciario financiero.

Podemos resumir lo visto hasta aquí mediante un ejemplo que nos permita identificar a las distintas partes intervinientes y comprender la naturaleza del proceso de titulización o securitización de activos:

Ejemplo de un proceso de titulización o securitización de activos:

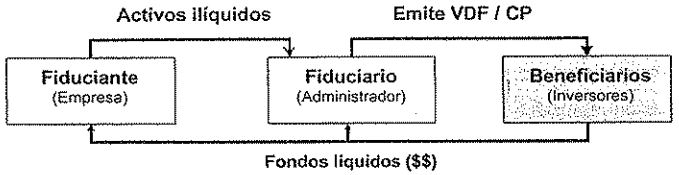
- **Paso 1**: una empresa comercializadora de artículos para el hogar (fiduciante), que es titular de cuentas por cobrar de sus clientes (activos ilíquidos), transfiere estos activos ilíquidos a un vehículo (fideicomiso financiero).
- **Paso 2**: con los activos ilíquidos se constituye el patrimonio del fideicomiso, que queda bajo la administración de una entidad especializada (fiduciario financiero), encargada de emitir los valores negociables (VDF y/o CP) que tienen como respaldo el patrimonio del fideicomiso (sumas a percibir por las cuentas a cobrar cedidas por el fiduciante).
- **Paso 3**: el inversor (beneficiario) adquiere los valores negociables emitidos por el fiduciario financiero, teniendo por lo tanto derecho al cobro de cupones de renta y/o amortización (en el caso de haber comprado valores de deuda) o al cobro de un porcentaje de participación en el patrimonio del fideicomiso (en el caso de haber comprado certificados de participación).
- **Paso 4**: el fiduciario financiero recibe el dinero por la colocación de los valores negociables en el mercado de capitales y adelanta estos fondos a la empresa (fiduciante). De este modo, la empresa consigue financiarse transformando los activos ilíquidos cedidos al fideicomiso en activos líquidos.

Palabras claves

renta fija
flujo proyectado
renta variable
subordinación
Clase A

ilustraciones

En el siguiente diagrama resumimos este proceso:



Como señalamos antes, una característica fundamental a tener en cuenta por el inversor es que los activos cedidos (fideicomitidos) son separados del patrimonio de la empresa que los originó (fiduciante), y por lo tanto quedan aislados del riesgo de quiebra. Esto puede implicar una mejora en la calidad crediticia de los valores negociables emitidos por el fideicomiso frente al nivel de riesgo que presenta la empresa originante, puesto que la securitización implica una afectación específica de los activos que respaldan la emisión.

A continuación describimos las características de los valores negociables que se emiten a partir de un contrato de fideicomiso financiero:

Valores representativos de deuda fiduciaria (VDF) poseen las características propias de un instrumento de **renta fija**, y por lo tanto proporcionan al inversor el derecho al cobro de los pagos periódicos de renta y amortización que efectúe el fiduciario de acuerdo a las condiciones de emisión. Es importante notar que, en este tipo de instrumento, al momento de elaborarse el prospecto de emisión, se informa el flujo de fondos (denominado "**flujo** teórico o **proyectado**") que el fiduciario espera recibir durante la vigencia del contrato de fideicomiso, el cual puede diferir respecto al efectivamente ingresado. Esto último puede suceder cuando los activos fideicomitidos son préstamos, que pueden ser precancelados, acelerando el cobro y acortando el flujo de fondos teórico.

Certificados de participación (CP) poseen las características propias de un instrumento de **renta variable**, y por lo tanto se los puede asimilar a una acción, ya que su tenedor tiene derecho a cobrar los fondos remanentes del fideicomiso una vez cancelados los servicios de los VDF y los gastos del fideicomiso.

Es importante destacar que un fideicomiso financiero puede emitir más de un clase de valores representativos de deuda fiduciaria. En general, las diferentes clases se diferencian entre sí por el grado de prelación en el cobro al que dan derecho (lo que se denomina técnicamente "**subordinación**"), y son identificadas con distintas letras. Así, un VDF **Clase A o** *"Senior"* tiene prioridad en el cobro frente al tenedor de un

VDF **Clase B o "Subordinado"**. Las diferentes clases suelen tener distinta calificación de riesgo crediticio, tasa de cupón y plazo de emisión, entre otras características.

Palabras claves

Clase B o Subordinado
financiamiento de
proyectos de inversión

Fondos Comunes de Inversión Cerrados (FCC)

Son un tipo particular dentro de los fondos comunes de inversión descriptos en el capítulo 5. Entre las diferencias que distinguen a este tipo de fondos respecto a los abiertos, podemos mencionar:

- La cantidad de cuotapartes que se emite es fija.
- Las cuotapartes se colocan mediante oferta pública en el mercado de capitales.
- Las cuotapartes tiene negociación secundaria en las bolsas y mercados de valores autorizados.
- No se permiten realizar rescates hasta la liquidación del fondo o hasta la finalización del plan de inversión (es por ello que, con el fin de dotarlos de liquidez, las cuotapartes se pueden negociar en las bolsas y mercados de valores).
- Tienen un plazo de vigencia contractualmente estipulado o predeterminado.

Este tipo particular de FCC es utilizado, al igual que los fideicomisos financieros, como vehículo para realizar procesos de titulización o securitización de un conjunto homogéneo o análogo de activos o derechos crediticios.

Los valores negociables que pueden emitir los FCC son las denominadas cuotapartes, que representan el derecho de copropiedad indivisa sobre el patrimonio del fondo, y que pueden ser:

Cuotapartes de Renta constituyen un instrumento de renta fija, con pagos preestablecidos de amortización e intereses.

Cuotapartes de Condominio representan un instrumento de renta variable asimilable a una acción.

Fondos de Inversión Directa (FIDs)

Es un tipo particular de fideicomiso o fondo común cerrado que tiene como objetivo el **financiamiento de proyectos de inversión** asociados a sectores específicos, como el agropecuario, ganadero, forestal, minero, inmobiliario, etc. Por eso, suelen denominarse "Fondos Inmobiliarios", "Fondos Forestales", "Fondos agropecuarios", etc.

Los FIDs permiten canalizar ahorros hacia inversiones productivas concretas, buscando obtener una rentabilidad económica para los inversores. Generalmente, se trata de un proyecto específico dentro de una actividad o rama de la economía. Los participantes en este tipo de estructuras serán los mismos que para un fideicomiso o para un fondo de inversión, de acuerdo a la figura bajo la cual se estructure.

Capítulo 7

Las operaciones bursátiles

En los capítulos anteriores presentamos a las instituciones que forman parte del mercado de capitales en Argentina y las distintas alternativas de inversión disponibles para los inversores. En este describiremos como se negocian los distintos valores negociables y qué tipo de operaciones se pueden realizar.

Palabras claves

operación
especie
día de concertación
día de liquidación
operaciones de contado

¿Qué tipo de operaciones se pueden realizar en el ámbito bursátil?

Antes de contestar esta pregunta, es importante establecer la diferencia entre una **operación** y un instrumento financiero: mientras que una operación es toda transacción autorizada por un mercado de valores (compra-venta de contado, compra-venta a plazo, etc.), un instrumento financiero es todo valor negociable o **"especie"** susceptible de ser el objeto de la operación (acciones, títulos públicos, obligaciones negociables, etc.).

Como se explicó en los capítulos anteriores, las operaciones que se realizan con los valores negociables autorizados a cotizar por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires se deben concertar de acuerdo con las reglamentaciones que establece el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.(Merval).

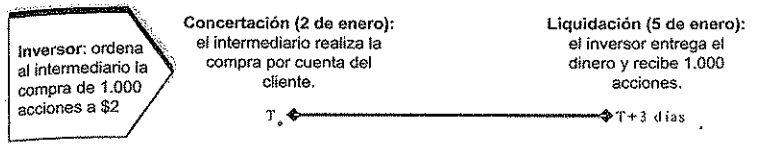
Antes de comenzar con la descripción de estas operaciones es importante establecer la diferencia entre las dos fechas que intervienen en el proceso de una transacción. Por un lado, el **día de concertación** es la fecha en que se realiza la operación. Jurídicamente con este acto se perfecciona el negocio. Por el otro, el **día de liquidación** es la fecha en que se realiza el pago contra la entrega de los valores negociables transados.

Aclarado este punto, estamos en condiciones de clasificar las operaciones en dos grupos, según el plazo de liquidación:

- **Operaciones de Contado**: se pactan para ser liquidadas el mismo día o dentro de los cinco días hábiles posteriores a la fecha de concertación, debiendo especificarse el vencimiento al momento de efectuar la operación. Los plazos habilitados por el Merval son los siguientes: Contado Inmediato, cuando se liquida en el mismo día de la concertación, 24 horas, 48 horas y 72 horas. El plazo más habitual, tanto en nuestro país como en los mercados internacionales, es el de 72 horas hábiles, conocido técnicamente como "T+3", o también como Contado Normal.

  Cuando los medios de comunicación informan los precios de cierre de las acciones, títulos públicos y otros valores negociables, hacen referencia a la concertación de operaciones de compra y venta en el plazo de Contado Normal.

  Para ilustrar este concepto, supongamos que el martes 2 de enero un inversor desea adquirir 1.000 acciones de una empresa cuya cotización es de $2 por acción. Para ello, se contacta con su Agente o Sociedad de Bolsa y da la orden para que compre 1.000 acciones a $2 por acción. En el ejemplo, el martes 2 de enero es el día de concertación o "T0", mientras que el viernes 5 de enero es el día de liquidación, ya que la operación se concertó en el plazo "T+3".



Palabras claves

T+3
operaciones a plazo
garantías
plazo firme

- **Operaciones a Plazo**: son concertadas en una fecha para ser liquidadas en un plazo superior al de contado. Las operaciones que se realizan en el ámbito de mercados que asumen el rol de contraparte central requieren previamente la constitución de **garantías**[1], con el objetivo de asegurar el cumplimiento de la transacción de acuerdo a las condiciones pactadas. En el caso de que alguna de las partes no honre su obligación al momento de la liquidación, el mercado ejecuta las garantías, las cuales pueden ser constituidas en dinero o en determinados valores negociables. A su vez, cuando existen variaciones en los precios de los valores negociados a plazo, el mercado exige la "reposición de garantía", con el propósito de mantener la garantía en el mismo nivel hasta el vencimiento y liquidación de la operación. Lo mismo ocurre cuando se producen caídas en los precios de los valores negociables dejados en garantía.

  A continuación se describen las principales características de las operaciones a plazo habilitadas por el Merval[2]:

- **Plazo Firme**: es una operación de compra o venta por la cual el comprador y el vendedor quedan definitivamente obligados a cumplir la transacción concertada, en el plazo fijado. Es decir que, en la fecha de concertación, quedan definidos la cantidad de valores negociables, el precio convenido por las partes y la fecha futura de liquidación de la operación (último día hábil bursátil de cada mes, con un plazo máximo de hasta 120 días, según la normativa vigente).

  También pueden realizarse operaciones a plazo firme sobre índices. En este caso, lo que se negocia es el precio futuro a una fecha determinada de un índice de acciones, como el Índice Merval, u otro tipo de índice, como por ejemplo el Índice de Tipo de Cambio Peso-Dólar llamado INDOL.

[1] El Merval establece distintos niveles de garantías y aforos para grupos o listas de especies, en función de la volatilidad y liquidez, entre otros indicadores de riesgo.

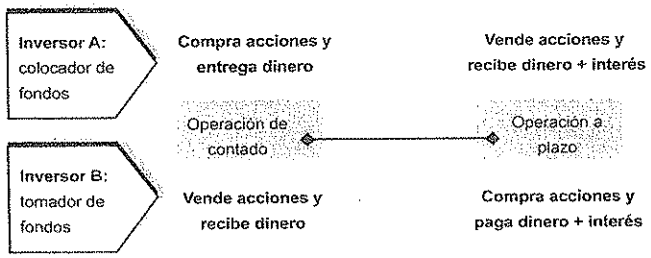
[2] Para mayor detalle consultar el Reglamento Operativo y las correspondientes Circulares del MERVAL aplicables a cada operatoria, disponibles en www.merval.sba.com.ar , ingresando en Marco Legal.

Palabras claves

pase bursátil
caución bursátil
aforo
caución colocadora
caución tomadora

- **Pase Bursátil**: es un contrato que consiste en la compra (o venta) de una especie en el plazo de contado o para un plazo determinado, y la simultánea venta (o compra) de esa misma especie en un plazo posterior al de contado, por la misma cantidad y para un mismo inversor o comitente. El pase más utilizado es la combinación de una operación de contado con otra de plazo firme. Esto permite, por ejemplo, que el inversor que tiene una necesidad transitoria de fondos -y no desea desprenderse de sus acciones- pueda venderlas al contado y, simultáneamente, comprarlas a futuro. En contrapartida, resulta una alternativa de colocación de fondos para aquellos inversores con excedentes de dinero.

Esquema de una operación de pase bursátil

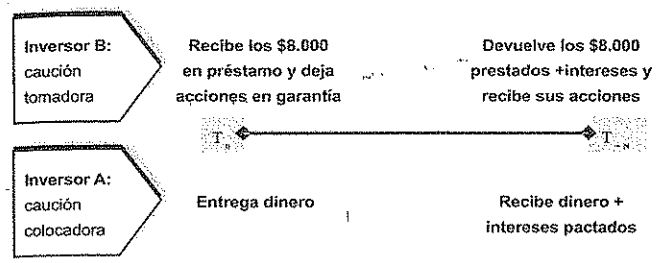


- **Caución Bursátil**: es un pase que tiene una característica particular: el tomador de fondos deja en garantía los valores negociables que posee, comprometiéndose a pagar un interés al vencimiento de la operación. Como el precio de los activos que quedan en garantía puede variar, son valuados a un precio menor al de mercado, es decir que son "aforados". El Merval es quien determina el porcentaje de **aforo** aplicable a cada uno de los valores negociables que autoriza para este tipo de operación. Es decir que, técnicamente, la caución puede definirse como un pase en el cual el precio de venta al contado es inferior al de cotización y resulta de los aforos que fija periódicamente el Merval, siendo además el precio de la venta a plazo superior al de la venta al contado.

  Al igual que el pase, la caución es una alternativa de colocación de fondos para los inversores con excedentes de dinero y una forma de conseguir fondos líquidos para los que necesitan financiamiento. En este sentido, se denominan **Caución Colocadora** y **Caución Tomadora**, respectivamente. El plazo mínimo para realizar cauciones es de 7 días y el máximo de 120 días, según las normas vigentes.

  Para ilustrar este tipo de operatoria, tomemos el ejemplo de un inversor que cuenta con acciones que tienen un valor de mercado de $10.000 y un aforo establecido por el Merval del 80%. De este modo, si el inversor quiere utilizar estas acciones como garantía para tomar prestados fondos, recibirá $8.000 al dejar sus acciones en garantía (el 80% de los $10.000). Al vencimiento del plazo de la caución, el tomador deberá devolver los $8.000 más los intereses pactados y recibirá las acciones depositadas en garantía.

  En el siguiente diagrama se resumen las principales características de la operación:



- **Opciones**: en este tipo de operación, el inversor adquiere un derecho a comprar (opción de compra) o a vender (opción de venta) una cantidad establecida de valores negociables (**lote** de **activos subyacentes**) a un precio predeterminado (**precio de ejercicio**) en cualquier fecha anterior o en el mismo día de vencimiento de la opción (**fecha de vencimiento**). Al inversor que adquiere este derecho se lo denomina "**titular**" y al que lo vende "**lanzador**". Si lo que se está negociando es un derecho a comprar, se lo conoce como ***Call***, y si es un derecho a vender se trata de un ***Put***. El precio que se paga para poder adquirir alguno de estos derechos (a comprar o vender) se denomina "**prima**" de la opción.

Palabras claves

opciones
lote
activos subyacentes
precio de ejercicio
fecha de vencimiento
titular
lanzador
call
put
prima

> El titular de la opción deberá decidir si ejercerá su derecho a comprar o a vender el activo durante el tiempo de vigencia de la opción. Así, a diferencia del plazo firme, las partes de una operatoria de opciones no se obligan simultáneamente a realizar la compra/venta del activo subyacente. El ejercicio de este derecho se efectuará sólo si resulta beneficioso para el titular de la opción, quedando obligado el lanzador a comprar o vender los valores negociables al precio de ejercicio correspondiente. Así, en el caso de un *Call*, el titular ejercerá su derecho a comprar siempre que la cotización del activo subyacente en el mercado sea superior al precio de ejercicio de la opción, ya que en este caso el titular habrá comprado el activo a un precio inferior al de mercado. Si se trata de un *Put*, la condición para ejercerlo será la contraria: el titular ejercerá su derecho a vender siempre que la cotización del activo subyacente en el mercado sea inferior al precio de ejercicio de la opción, pues en este caso estará vendiendo los valores negociables a un precio superior al de mercado.

Palabras claves

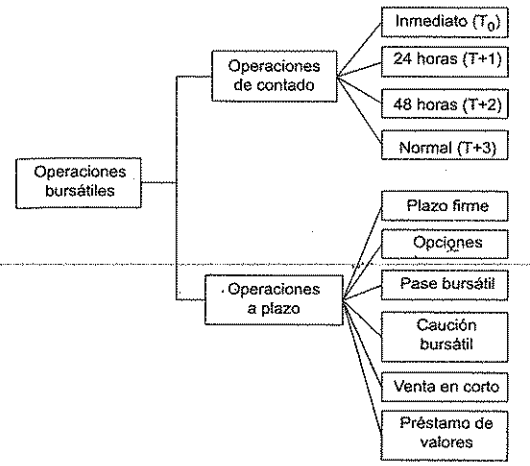
venta en corto
préstamo de valores

Al igual que en el caso de las operaciones a plazo firme, existe también la posibilidad de realizar opciones sobre índices, como por ejemplo el Índice Merval.

- **Venta en Corto**: es una operación en la cual el inversor vende en el mercado de contado un valor negociable que no posee. Por ese motivo, y para cumplir con la entrega de los títulos, debe obtener los valores negociables en préstamo durante la misma sesión de negociación. Una condición importante, que tiene como objetivo no impulsar la baja de la cotización, es que el precio pactado debe ser más alto que la última cotización registrada, o igual si esta última marcó una variación positiva. El plazo máximo habilitado por el Merval para mantener las operaciones de venta en corto es de 365 días corridos.

- **Préstamo de Valores**: es un contrato por el cual un Agente o Sociedad de Bolsa, denominado "el colocador", transfiere temporalmente la propiedad de ciertos valores negociables a otro Agente o Sociedad de Bolsa denominado "el tomador". Al vencimiento de la operación, el tomador se obliga a restituirle la misma cantidad de valores, los derechos patrimoniales (dividendos, rentas, etc.) que hubiesen originado dichos valores negociables durante la vigencia del préstamo y el interés pactado. Estas operaciones pueden ser realizadas con valores negociables de la cartera propia del intermediario y también con los de sus comitentes, previa conformidad presentada por escrito. Las operaciones de préstamo de valores que tienen como finalidad facilitar a los intermediarios la liquidación de las operaciones concertadas por comitentes que, poseyendo los valores negociables transados circunstancialmente no disponen de ellos, sólo podrán ser pactadas por un plazo máximo de cinco días hábiles bursátiles. Un ejemplo de este tipo de circunstancias podría ser la demora por transferencias de valores negociables entre la depositaria local y la del exterior. Por otra parte, como se explicó en el punto anterior, los préstamos de valores también se utilizan en la concertación de operaciones de venta en corto.

A continuación se presenta un cuadro que resume las operaciones descriptas:



Palabras claves

mercado de concurrencia
rueda continua de negociación
negociación electrónica

¿Cómo se negocian los valores negociables?

En el Mercado de Valores de Buenos Aires las operaciones se pueden concertar a través de dos sistemas de negociación: el **Mercado de Concurrencia** y la Sesión o **Rueda Continua de Negociación**.

Mercado de Concurrencia: los intermediarios ejecutan las órdenes de compra o venta, para su propia cartera o para sus clientes, a través de dos modalidades de negociación: electrónica o por voceo.

Negociación Electrónica: las ofertas son ingresadas mediante estaciones de trabajo ubicadas en las oficinas de los intermediarios y en el recinto de operaciones. El sistema desarrollado ordena las ofertas por especies, dando prioridad en las de compra a las de mayor precio y en las de venta a las de menor precio. Ante la existencia de ofertas, ya sean de compra o de venta, de igual precio, se ordenan por orden de llegada. Con estas dos reglas básicas se construye el denominado principio de "prioridad precio-tiempo" para el registro y ejecución de órdenes.

Construidos los registros de ofertas de compra por un lado y ofertas de venta por otro, el sistema compara las mejores ofertas de compra y venta, convirtiendo esas ofertas en operaciones cuando los precios coinciden, hasta agotar las

Palabras claves

negociación a viva voz
piso o recinto
minuta
concertación
bilateral

cantidades de acciones expresadas por ofertas. La ejecución de ofertas, genera una operación a la cual se le asigna para su identificación un número de registro, que contiene, entre otros datos, el nombre de la especie, hora, precio y cantidad. Simultáneamente, el precio es difundido a través de los medios que utiliza la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Negociación a Viva Voz: los intermediarios se encuentran en el **piso o recinto** de operaciones y vocean a viva voz sus ofertas, indicando la especie, cantidad y precio ofrecido. Cuando hay acuerdo entre las partes y la operación es concertada, los intermediarios confeccionan lo que se conoce como "**minuta**", que incluye todos los datos necesarios para el registro de la operación. Inmediatamente después, se procede a la divulgación del precio operado en las pizarras del recinto de operaciones, ubicado en el edificio de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Si bien años atrás, la negociación a viva voz era la forma más habitual de concertación, en la actualidad la mayoría de las operaciones se canalizan a través del sistema electrónico.

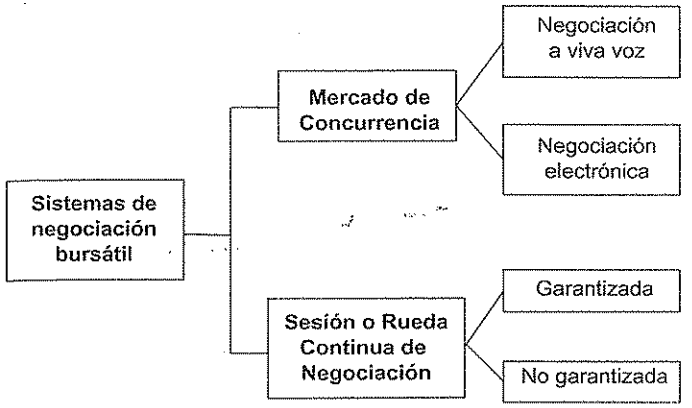
Como su nombre lo indica, en el Mercado de Concurrencia se genera una única estructura de ofertas por especie con las órdenes que ingresan por ambas modalidades de negociación. Esto implica que ninguna operación se puede concertar a viva voz a un precio inferior a la mejor oferta de compra, o a un precio superior a la mejor oferta de venta ingresada por los operadores en el sistema electrónico. En este segmento, las comisiones que cobran los intermediarios a sus clientes, que recordemos se pactan libremente, no están incluidas en la cotización, al igual que los derechos de bolsa y mercado aplicables a cada tipo de operación.

Sesión o Rueda Continua de Negociación: la **concertación** de las operaciones es de tipo **bilateral**, es decir que la fijación del precio, que se pacta telefónicamente, surge del acuerdo directo entre las partes. Por lo tanto, en este sistema de negociación no rige el principio de concurrencia de ofertas ni el de prioridad precio-tiempo. Sin embargo, el Merval establece que los precios no pueden diferir en más de un determinado porcentaje respecto del último precio operado en el Mercado de Concurrencia. Con respecto a los valores negociables habilitados para operar en este sistema, solamente son admitidos los de renta fija (obligaciones negociables y títulos públicos).

La sesión continua admite dos formas de concertación: con o sin la garantía de liquidación del Merval. Independientemente de la forma elegida, todas las operaciones concertadas deben ser informadas al Merval en tiempo real para su registro.

En este segmento, a diferencia de lo que ocurre en el Mercado de Concurrencia, las comisiones de los intermediarios están incluidas en la cotización.

El siguiente cuadro resume los sistemas de negociación antes descriptos:



¿Cómo se liquidan las operaciones?

La liquidación de las operaciones, ya sean de contado o a plazo, implica la efectiva entrega de los valores negociables al comprador y el respectivo pago al vendedor de acuerdo a lo convenido al momento de concertar la operación[3].

El Merval es el encargado de liquidar y garantizar las operaciones que se realizan con los valores negociables autorizados a cotizar por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Esta garantía rige -a nivel de los Agentes y Sociedades de Bolsa, pero no de estos con sus clientes- para las operaciones que se realizan en el Mercado de Concurrencia y en la Sesión Continua Garantizada.

Para cumplir eficientemente con estos procesos el Merval se apoya en los servicios de la Caja de Valores S.A., para el movimiento entre cuentas de los valores negociables, y del Banco de Valores y entidades financieras autorizadas, para el movimiento de dinero.

Con respecto a la moneda de liquidación, la mayor parte se realiza en pesos, aun cuando el valor negociable esté denominado en otra moneda, como es el caso de los títulos públicos emitidos en dólares. El Merval autoriza también la concerta-

[3] En algunas operaciones a plazo, como la compra-venta de índices de acciones (Merval) o de tipo de cambio (Indol), la liquidación se realiza por compensación de diferencia de precios, sin entrega física de las especies. Esto se verá con mayor detalle en el capítulo "Derivados financieros".

Palabras claves

Fondo de Garantía
Fondo de Garantía Especial

ción de operaciones para liquidar con fondos depositados en cuentas radicadas en bancos de Estados Unidos, plaza de Nueva York, las cuales se denominan "operaciones de liquidación con cable". Para identificarlas, se agrega una C al final del código de negociación de la especie: por ejemplo, el título público Boden 2012 en pesos se identifica con el código RG12, mientras que para la negociación con liquidación en cable el código es RG12C.

¿Existe una garantía de liquidación de las operaciones?

El artículo 57 de la Ley 17.811 establece que los mercados de valores deben constituir un fondo de garantía para hacer frente a compromisos no cumplidos de los intermediarios en el proceso de liquidación, debiendo constituirse con el cincuenta por ciento, como mínimo, de las utilidades anuales líquidas y realizadas. Cumpliendo con la norma, el Merval tiene constituido un **Fondo de Garantía,** ya que, como hemos visto en los apartados anteriores, garantiza la liquidación de las operaciones a nivel de los intermediarios en los segmentos de negociación y en la forma que, según las normas vigentes, así lo tienen previsto[4].

Adicionalmente, el Merval cuenta con un "**Fondo de Garantía Especial**"[5] para atender reclamos de comitentes, hasta un límite establecido, por la reposición de valores negociables, sumas de dinero y saldos en cuenta corriente. El Merval puede requerir toda clase de documentación, dato o recaudo que considere necesario para resolver el pedido, siendo su decisión inapelable en caso de rechazar el reclamo del comitente.

[4] Para mayor detalle consultar la Circular N° 3308 del Merval y sus modificatorias.
[5] Artículo 35, inc. b) de su Estatuto Social

Capítulo 8

El financiamiento empresario a través del mercado de capitales

A lo largo de los capítulos previos se explicó la relación entre la oferta y la demanda de activos financieros, y los principales instrumentos en los que se puede invertir en el mercado de capitales.

En esta parte, utilizaremos gran parte de los conceptos que ya hemos visto pero para abordar el tema desde la perspectiva de las empresas privadas que emiten valores negociables para financiar sus actividades.

Palabras claves

emisiones
dentro de la hoja de balance
on balance sheet

Las necesidades y fuentes del financiamiento empresario

Las empresas necesitan en forma permanente fondos para financiar su capital de trabajo, expandir la compañía, poner en marcha nuevos proyectos de inversión y refinanciar pasivos, entre otros muchos ejemplos que podrían ser citados.

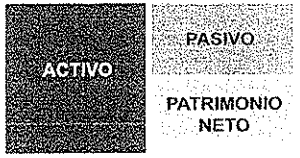
Las fuentes tradicionales para obtener esos fondos provienen, en general, de los aportes de los accionistas o de préstamos de proveedores y bancos.

Adicionalmente, el mercado de capitales ofrece una amplia gama de instrumentos destinados a satisfacer las diferentes demandas de financiamiento de corto, mediano y largo plazo. Así, el descuento de cheques de pago diferido, la emisión de obligaciones negociables y valores de corto plazo, la participación en la estructuración de fideicomisos financieros, o la venta de acciones se convierten en fuentes alternativas de financiamiento empresario.

¿Cómo puede una empresa obtener financiamiento en el mercado de capitales?

Para empezar, consideremos que el balance de una empresa está constituido por el activo, el pasivo y el patrimonio neto. En forma simplificada, podemos decir que el activo es todo lo que la empresa posee, mientras que el pasivo y el patrimonio neto expresan el origen de los fondos con que fueron adquiridos dichos activos. La siguiente figura representa el principio de equivalencia contable por el cual toda cuenta del activo debe estar respaldada por una cuenta del pasivo o del patrimonio neto.

ilustraciones



Esto quiere decir que para financiar un aumento del activo, las empresas pueden optar por emitir algún tipo de deuda (crece el pasivo) o emitir acciones (crece el patrimonio neto). Este tipo de financiamiento se conoce con el nombre de **emisiones "dentro de la hoja de balance"** (*on balance sheet*), cuyas principales características podrían resumirse de la siguiente manera:

- el emisor de los valores negociables es la propia empresa que busca financiamiento
- la emisión tiene el respaldo de todos los activos y del patrimonio neto de la empresa

Respondiendo a esta última característica, el inversor debe realizar un análisis del riesgo global de la empresa, ya que la quiebra de la compañía afectaría el cumplimiento de las condiciones de emisión de los valores negociables.

Palabras claves

off balance sheet
vehículo

Por otra parte, en los últimos años, la ingeniería financiera introdujo innovaciones que favorecieron el desarrollo de nuevas formas de financiamiento, conocidas como emisiones "fuera de la hoja de balance" (*off balance sheet*), cuyas principales características podrían resumirse de la siguiente manera:

- la empresa que busca financiamiento separa de su balance un conjunto de activos ilíquidos (por ejemplo, facturas a cobrar) o un flujo de fondos futuros (por ejemplo, provenientes de ventas futuras) y los cede a una figura financiera denominada teóricamente **"vehículo"**. En nuestro país el más utilizado se denomina fideicomiso financiero, y su administrador es el fiduciario financiero (en general, una entidad financiera).
- con los activos ilíquidos o flujos de fondos futuros cedidos por la empresa se constituye el patrimonio fideicomitido, separado del de la empresa y por lo tanto aislado de su riesgo de quiebra.
- el emisor de los valores negociables es, en general, el fiduciario financiero.
- la emisión tiene sólo el respaldo del patrimonio fideicomitido.
- respondiendo a esta última característica, el inversor concentra el análisis de riesgo en los activos ilíquidos o flujos de fondos futuros que conforman el patrimonio fideicomitido.

Con las emisiones *off balance sheet*, la empresa puede alcanzar simultáneamente dos objetivos: a) obtiene liquidez a cambio de los activos ilíquidos o flujos de fondos futuros cedidos al fideicomiso y b) deriva a los inversores que compran los valores negociables el riesgo de incobrabilidad implícito en los activos ilíquidos o flujos de fondos futuros separados de su balance.

En general, el asesor financiero de la empresa interactuará con los colocadores para decidir, según las necesidades de la compañía y las preferencias de los inversores, cuál de todas las alternativas posibles (emisiones de deuda o de capital, dentro o fuera de la hoja de balance) es la más recomendable para llevar adelante.

Palabras claves

régimen de oferta pública (ROP)
información relevante
prospecto de emisión

La oferta pública

La admisión al **Régimen de Oferta Pública**[1] **(ROP)** es otorgada por el organismo de control del mercado de capitales, la Comisión Nacional de Valores, en tanto que la autorización de cotización es otorgada por la bolsa que seleccione la empresa para que coticen los valores negociables que emitirá.

Para simplificar el proceso de autorizaciones, la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires tienen firmado un acuerdo por el cual las empresas realizan las solicitudes a través de un único trámite que se gestiona a través de la Bolsa.

La obtención de estas autorizaciones requiere que la empresa cumpla una serie de requisitos, fundamentalmente que su capital social y su situación patrimonial justifiquen el acceso a la oferta pública, y su organización administrativa permita atender los requisitos contenidos en los reglamentos de cotización. En especial, se pone atención a la capacidad de la empresa para suministrar toda la **información relevante** que debe llegar a los inversores para la toma de decisiones de inversión.

La información solicitada para el otorgamiento de las autorizaciones mencionadas se compila en lo que se denomina el **Prospecto de Emisión**, el cual es sometido al control de legalidad que realizan las autoridades de las instituciones involucradas en la oferta pública y cotización. En este documento, el inversor encontrará una detallada descripción cualitativa y cuantitativa de la empresa, de los valores negociables que ofrece, y el destino que le dará a los fondos colectados.

Es importante señalar que el prospecto de emisión es fundamental para el análisis de riesgo que realizan los inversores o sus asesores de inversión. Por lo tanto, la empresa debe realizar su mayor esfuerzo para suministrar toda información que facilite la evaluación de los valores negociables ofrecidos.

[1] Según el Artículo 16 de la Ley 17.811: "Se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores[...] por medio de[...] cualquier [...]procedimiento de difusión."

Los principales aspectos que se incluyen en el prospecto de emisión son:

- Descripción de la emisora: denominación, domicilio, constitución; datos del registro, descripción de las actividades y desempeño durante el último año, datos de los miembros del órgano de administración y fiscalización, datos del auditor.
- Condiciones de emisión de los valores negociables: monto, moneda y valor nominal, en caso de emisiones de deuda el régimen de amortización, intereses y garantías, compromisos especiales asumidos por la sociedad, representación, acreditación, forma de colocación y plazo, precio o modo de determinarlo, destino de los fondos, y cualquier otra particularidad.
- Información contable: cierre de ejercicio, síntesis de resultados y de situación patrimonial.

Palabras claves

autorización global
series o tramos
prospecto suplementario

Programas Globales

Este tipo de programas tiene como objetivo simplificar el camino para obtener la autorización de oferta pública de las emisiones, reduciendo los tiempos y costos involucrados.

La estructura consiste en solicitar la **autorización** por un monto **global** total que puede colocarse en forma fraccionada, bajo la forma de **series o tramos**, dentro de un plazo de cinco años desde obtenida la aprobación del programa.

Las ventajas de este mecanismo son varias. En primer lugar, el prospecto completo con toda la información relevante se presenta sólo una vez, al momento de solicitar el programa global. Con respecto a las autorizaciones de las series, sólo requieren de un **prospecto suplementario**, en el que se describen las características de cada tramo en particular y se actualiza la información contable.

En segundo lugar, en función de sus necesidades de financiamiento y el contexto de mercado, la empresa puede decidir eficientemente cuál es el momento más apropiado para la colocación de los valores. Al tener el programa global aprobado, la serie es autorizada por la Comisión Nacional de Valores en un plazo que no puede superar los cinco días desde la presentación de la solicitud, evitándose así demoras que podrían perjudicar el éxito de la colocación.

Es importante señalar que las características de los distintos tramos pueden ser diferentes para adaptarse a las condiciones de mercado (por ejemplo el plazo, tasa, etc.). Además, el programa puede ser utilizado o no en su totalidad.

Palabras claves

contrato de colocación
underwriting
best efforts
underwriting stand by
sistema de subasta holandés
book building

El proceso de colocación

La colocación de los valores negociables entre los inversores puede ser realizada por agentes y sociedades de bolsa y por entidades financieras. Para formalizar el proceso, la empresa emisora y la entidad colocadora firman un **contrato de colocación** que puede adoptar las siguientes características:

- Colocación en firme (*underwriting*): la entidad colocadora suscribe la totalidad de la emisión para su posterior venta entre los inversores. Por esta vía, la empresa se asegura la colocación del total de los valores independientemente de las condiciones de mercado.
- Mejor esfuerzo (*best efforts*): la entidad colocadora sólo se compromete a realizar el mejor esfuerzo de venta entre los potenciales inversores.
- Mejor esfuerzo con suscripción del remanente (*underwriting stand by*): la entidad colocadora se compromete a realizar el mejor esfuerzo de venta y, adicionalmente, a suscribir el remanente que no pueda ser colocado entre los inversores.

Los costos de estos servicios financieros dependen del grado de compromiso que asume la entidad colocadora. Así, una colocación en firme tendrá costos más elevados que las otras modalidades.

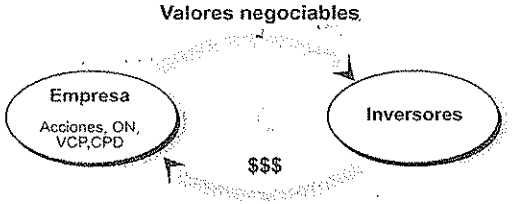
Adicionalmente, el proceso de colocación requiere que se elija el sistema por medio del cual se realizará la asignación de los valores negociables entre los potenciales inversores. Los dos más utilizados son el **Sistema de Subasta Holandés** y el *Book Building*.

El primero implica la convocatoria a los inversores para que realicen sus ofertas de forma irrevocable, característica que induciría a los participantes a revelar el precio más alto que están dispuestos a pagar. Las ofertas que se reciben se ordenan, según el precio ofertado, en forma descendente. La adjudicación se realiza en forma secuencial, empezando con la mejor oferta de compra y continuando con las que siguen en orden decreciente, hasta asignar la totalidad de los valores negociables ofrecidos, siendo el valor de la última oferta incluida el que marca el precio de colocación.

En cuanto al *Book Building*, el proceso se organiza en dos etapas. En la primera, se reciben las ofertas de los inversores y se realiza un estudio de la demanda. En la segunda, la empresa decide la cantidad de acciones a colocar y el precio de corte. Un punto importante de este mecanismo es que la empresa puede elegir a los inversores, seleccionando generalmente a aquellos que considera de mediano y largo plazo.

Financiamiento dentro de la hoja de balance ("*On balance sheet*")

La siguiente figura resume las características de un financiamiento "dentro de la hoja de balance":



ilustraciones

Los valores negociables son emitidos por la empresa para ser ofrecidos a los inversores a través de las entidades colocadoras (agentes y sociedades de bolsa, y entidades financieras). Bajo esta estructura financiera, los valores negociables más usualmente utilizados por las empresas son:

- Para emisiones de deuda: Obligaciones negociables (ON), Valores de Corto Plazo (VCP) y Cheques de Pago Diferido (CPD)
- Para emisiones de capital: Acciones

El primer grupo de instrumentos son valores representativos de deuda privada que expresan una promesa de pago por parte de la empresa, por lo tanto los inversores adquieren el estatus de acreedores.

En el segundo caso, los inversores se convierten en socios de la empresa y participan de los beneficios futuros de la compañía, pero asumiendo al mismo tiempo los potenciales riesgos de una pérdida de valor de la empresa.

A continuación presentamos los principales aspectos relacionados con la emisión de cada uno de estos instrumentos.

Acciones

Al momento de crear una empresa, los socios o accionistas realizan aportes para conformar el capital social de la nueva sociedad anónima, recibiendo como contrapartida acciones de la misma. En este sentido, la acción puede ser definida como la expresión mínima en que se divide el capital de una sociedad anónima y, en consecuencia, la expresión del conjunto de derechos y obligaciones que le corresponden a su titular.

Desde el punto de vista contable, en el balance de la empresa, el capital forma parte del patrimonio neto, constituyendo una garantía para los acreedores de la compañía.

Palabras claves

oferta pública inicial de acciones (OPI)
ordinarias
preferidas
voto múltiple
privilegiado
american depositary receipt (ADR)

La emisión y colocación de acciones de la empresa en el mercado de capitales se conoce con el nombre de **Oferta Pública Inicial de Acciones (OPI)**, e implica abrir el capital de la sociedad a la participación de los inversores, por eso las empresas que cotizan sus acciones en las bolsas se conocen con el nombre de "abiertas" o "de capital abierto".

Tipos de Acciones

Según los derechos que otorgan a sus tenedores, las acciones se clasifican en diferentes clases, siendo las más usuales las denominadas **ordinarias** y **preferidas.**

Las primeras otorgan derecho a voto (en general un voto por acción) y derechos económicos en igual proporción a su participación en el capital social. Este tipo de acciones es el más común dentro del ámbito de cotización bursátil.

Las segundas poseen privilegios de carácter económico que, en general, se refieren a la prioridad que detentan con respecto a las acciones ordinarias en la percepción de dividendos o en el cobro relacionado con la liquidación de la empresa. En general, en los ámbitos bursátiles, se emiten sin derecho a voto.

También existen acciones de **voto múltiple**, plural o **privilegiado** que otorgan más de un voto por acción, con un máximo permitido por ley de cinco votos por acción. Estos privilegios, de tipo político, suelen utilizarse como parte de la ingeniería legal cuando la empresa realiza la oferta pública de sus acciones. Así, los accionistas mayoritarios de la empresa ofrecen a los inversores acciones ordinarias y conservan las acciones privilegiadas para reservarse el control de la sociedad[2].

Financiamiento con acciones en los mercados internacionales

A las posibilidades que ofrece el mercado bursátil doméstico puede sumarse la alternativa de realizar una venta de acciones en los mercados internacionales.

Este segmento está especialmente dirigido a grandes empresas, capaces de cumplimentar las exigencias de registro y los requisitos cualitativos y cuantitativos que tiene cada mercado. Los instrumentos financieros más utilizados con este propósito se emiten en Estados Unidos y se denominan ***American Depositary Receipt*** (***ADR***, por sus siglas en inglés). El ADR es un certificado representativo de las acciones de una empresa extranjera para su negociación en el mercado norteamericano.

[2] Las acciones ordinarias existentes con anterioridad al ingreso a la oferta pública pueden ser convertidas en acciones privilegiadas, pero a partir de ese momento no se pueden emitir nuevas acciones de este tipo.

Aunque está frecuentemente vinculado a la negociación de acciones[3], el ADR también puede representar títulos de deuda.

Existen además otros instrumentos que brindan acceso a diferentes plazas internacionales, como los *Global Depositary Receipt* (GDR), el *Euro Depositary Receipt* (EuroDR) y los *Brazilian Depositary Receipt* (BDR)[4].

Palabras claves

ON simples
ON convertibles
VCP

Obligaciones Negociables

Las obligaciones negociables se emiten en el marco de la ley 23.576 del año 1989, luego modificada por la ley 23.962 en 1991.

Obligaciones Negociables Simples y Convertibles en Acciones

Las ON son bonos corporativos que representan una relación de crédito entre la empresa que busca financiamiento y los inversores.

Las principales ventajas para el emisor vienen dadas por el plazo del financiamiento -usualmente superior al de los préstamos bancarios disponibles- y las tasas de interés, en general más ventajosas. Además, la exposición pública de la empresa deriva en prestigio y reconocimiento, toda vez que la información de la compañía se hace pública y se somete a los controles de legalidad de las instituciones del mercado de capitales.

Según los derechos que otorgan a sus tenedores, las **ON** pueden clasificarse, como vimos en el capítulo 6, en **simples** y **convertibles**. Desde el punto de vista de la empresa, las primeras representan sólo una deuda, mientras que en las segundas agregan un potencial aumento del capital de la sociedad al momento de la conversión de las ON en acciones de la compañía.

Las garantías que la empresa emisora puede ofrecer a los inversores varían, pudiendo ser una garantía simple, representada por el patrimonio de la firma, u otras formas más sofisticadas como por ejemplo la constitución de una garantía real [5].

Valores de Corto Plazo (VCP)

La característica particular del **VCP** está asociada a su plazo de vencimiento, el cual no puede exceder los 365 días.

[3] Aunque está frecuentemente vinculado a la negociación de acciones, el ADR también puede representar títulos de deuda.

[4] En Argentina, es a través de los Certificados de Depósito Argentinos (CEDEAR) que empresas norteamericanas, europeas y brasileñas cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

[5] En el capítulo 6 se enumeran los diferentes tipos de garantías que pueden utilizar las empresas emisoras.

Palabras claves

inversores calificados
eurobonos
bonos *yankees*
bonos samurai
ingeniería financiera
activos ilíquidos
flujo de fondos futuros
proyecto de inversión
vehículo
titulización
securitización

Un punto importante para la empresa son los menores requisitos de información que se solicitan para autorizar este tipo de emisiones que, justamente por ese motivo, sólo pueden ser adquiridas por **inversores calificados**[6].

Financiamiento con títulos de deuda en los mercados internacionales

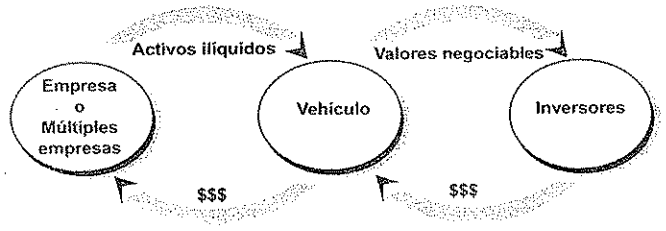
A las posibilidades que ofrece el mercado doméstico puede sumarse la alternativa de realizar una colocación de valores de deuda en diferentes mercados internacionales. Este segmento está especialmente dirigido a grandes empresas, capaces de cumplimentar las exigencias de registro y los requisitos cualitativos y cuantitativos que tiene cada país. Los instrumentos financieros que se utilizan con este propósito se denominan **Eurobonos**, *Bonos Yankees*, **Bonos Samurai**, entre otros.

Financiamiento fuera de la hoja de balance ("*Off balance sheet*")

Como explicamos al inicio de este capítulo, en este tipo de **ingeniería financiera**, la empresa que busca financiamiento puede separar de su balance un conjunto de **activos ilíquidos** (reales o financieros), un **flujo de fondos futuros** o un determinado **proyecto de inversión**, y cederlos a una figura denominada teóricamente "**vehículo**", para constituir un patrimonio separado del de la empresa, y por lo tanto aislado de su riesgo de quiebra. Ese patrimonio será el respaldo de los valores negociables representativos de deuda o capital que emita el vehículo.

El gráfico muestra, poniendo como ejemplo a un conjunto de activos ilíquidos, la dinámica de esta estructura financiera que recibe el nombre de **titulización** o **securitización**.

ilustraciones



[6] Para una descripción de la figura del inversor calificado, ver el capítulo 4.

Palabras claves

leasing
fideicomisos financieros
Fondo de Inversión Directa (FID)
fiduciante
fiduciario financiero
beneficiarios

Los activos reales susceptibles de ser "titulizados" son, por ejemplo, recursos forestales, mineros, cultivos, ganado o inmuebles.

Dentro del grupo de activos financieros, los más utilizados son los cupones de tarjetas de crédito, facturas, préstamos de consumo, flujos futuros de fondos de distinto origen –por operaciones de comercio exterior o en el mercado local–, hipotecas, prendas, contratos de suministro de servicios, contratos de *leasing*, letras de cambio, entre otros.

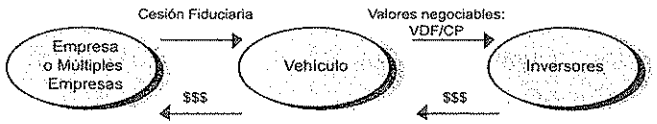
Si bien existen distintos "vehículos" que permiten estructurar un proceso de titulización, los **fideicomisos financieros** se han destacado en los últimos años por ser la herramienta más utilizada por los agentes económicos.

Un caso particular lo constituye la titulización de un proyecto de inversión. En este caso, el vehículo recibe el nombre de **Fondo de Inversión Directa (FID)**.

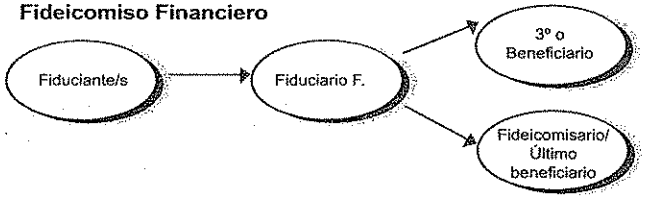
Fideicomisos Financieros

En los dos esquemas graficados a continuación se muestra la correspondencia entre las partes de la estructura de financiamiento que hemos definido como "fuera de la hoja de balance" y las partes que intervienen en el contrato de fideicomiso financiero, según lo visto en el capítulo 6.

Estructura teórica



Fideicomiso Financiero



ilustraciones

Como puede observarse en el esquema, la figura del **fiduciante** se corresponde con el de la empresa que origina los activos ilíquidos o los flujos futuros de fondos o el proyecto de inversión, los cuales cede al fideicomiso con el propósito de obtener financiamiento. El **fiduciario financiero** es quien recibe la propiedad fiduciaria de los bienes transmitidos por el fiduciante, emite los valores negociables y realiza la administración en favor de los **beneficiarios**. Los beneficiarios son los

Palabras claves

fideicomisarios
valores de deuda fiduciaria (VDF)
certificados de participación (CP)
track record
credit enhancement

inversores que adquieren los valores negociables. Los **fideicomisarios** suelen ser los últimos beneficiarios que reciben el patrimonio residual del fideicomiso, una vez que se cancelaron todas las obligaciones con los beneficiarios del contrato.

Al igual que en el caso de las emisiones "*on balance sheet*", los valores negociables emitidos a través del fideicomiso pueden ser representativos de deuda o de una participación en el patrimonio fideicomitido. Para diferenciarlos de las tradicionales acciones y obligaciones negociables, los valores negociables emitidos por los fideicomisos se denominan **Valores de deuda fiduciaria (VDF)** y **Certificados de participación (CP)**, según representen deuda (instrumento de renta fija) o capital (instrumento de renta variable).

Un punto relevante es que los activos que se titulizan deben cumplir con el requisito formal de tener ciertos rasgos homogéneos y un flujo de fondos predecible. En este sentido, la recopilación de información histórica o *track record*, así como el seguimiento luego de la emisión, son aspectos centrales en este tipo de estructuración.

Los mecanismos de mejoramiento de la calidad crediticia

En la estructuración de los fideicomisos se pueden incorporar mecanismos, conocidos como *credit enhancement*, que permiten mejorar la calidad crediticia de los valores negociables. A través de su inclusión en la ingeniería financiera se reducen los niveles de riesgo para el inversor, con la consecuencia positiva de disminuir el costo de financiamiento para las empresas.

A continuación, simplificamos algunos ejemplos:

- Sobregarantía de los VDF: se refiere a la cesión de activos por un valor mayor al monto de la emisión. Por ejemplo, se ceden activos por $ 1 millón y la emisión de VDF se realiza por $ 800 mil, es decir que podría llegar a verificarse una incobrabilidad de $ 200 mil sin que eso afecte el pago en tiempo y en forma de los VDF.
- Subordinación de deuda: la emisión de VDF se divide en dos o más clases: "A" o "Principales" y "B" o "Subordinados". Los primeros tienen prelación en el pago con respecto a los segundos, devengando una tasa de interés menor.
- Selección de los activos líquidos: se refiere al estudio y selección de los activos de mejor calidad utilizados por la empresa para respaldar la emisión.
- Seguros o avales: las empresas pueden contratar un seguro o un aval de instituciones especializadas.

Palabras claves

proyecto de inversión
economía real

A través de la utilización de estos mecanismos puede lograrse una sensible mejora de la calificación de riesgo de los valores negociables emitidos a través del fideicomiso, en comparación con la que obtendría, por ejemplo, una obligación negociable emitida directamente por la empresa desde su hoja de balance.

Ahora bien, es importante señalar que el grado en que los valores fiduciarios quedan aislados del riesgo de quiebra de la empresa fiduciante no siempre es igual. Así, cuando la cesión es de activos ilíquidos, el riesgo de la empresa fiduciante queda aislado en mayor medida que cuando la cesión es de un flujo futuro de fondos. El primer caso corresponde a las securitizaciones o titulizaciones de hipotecas, prendas, préstamos para consumo, cupones de tarjetas de crédito, entre otros. En estos casos, la quiebra del fiduciante no altera el cumplimiento con los inversores porque los valores fiduciarios se pagan con el dinero que ingresan al fideicomiso los deudores. Es decir que, mientras los deudores paguen sus cuotas, está asegurado el cumplimiento en tiempo y forma con los inversores.

No sucede lo mismo con las emisiones respaldadas por flujos de fondos que se originan por las ventas futuras en el mercado interno o externo. Es claro que si la empresa quiebra no podrá realizar sus ventas y los flujos de fondos no podrán ser ingresados al fideicomiso, afectando el cumplimiento en tiempo y forma con los inversores.

Por lo tanto, cuanto mayor sea la independencia entre los recursos que respaldan el pago de los valores fiduciarios y la empresa, mayores serán las posibilidades de obtener mejores calificaciones de riesgo.

Fondos de Inversión Directa (FID)

Dijimos que la característica particular de un FID se relaciona con que el patrimonio fideicomitido es un **proyecto de inversión**. Es decir que no se titulizan activos financieros ilíquidos o flujos de fondos futuros, sino que se busca financiamiento para poner en marcha un proyecto productivo relacionado con la **economía real**. De allí su denominación, tomada de la economía, para distinguir las inversiones directas de las relacionadas con el entorno financiero. Por esto también, dependiendo de los sectores a los que pertenecen los proyectos, los FID toman el nombre de agrícolas, forestales, ganaderos, mineros, inmobiliarios.

Las experiencias de FID con oferta pública han estado mayoritariamente aplicadas al sector agrícola y, en menor medida, al inmobiliario.

Palabras claves

problemática del acceso al financiamiento
racionamiento de crédito

Fondos Comunes de Inversión Cerrados (FCC)

De acuerdo a lo que se explicó en capítulos anteriores, sabemos que los Fondos Comunes pueden ser abiertos o cerrados, siendo estos últimos utilizados como vehículo de titulización.

Los FCC están conformados por activos ilíquidos financieros o reales, cedidos por la empresa que busca financiamiento. Como los activos que constituyen el patrimonio del fondo son ilíquidos, las cuotapartes que se emiten son un número fijo que no puede ampliarse ni rescatarse con anticipación a su vencimiento.

Los FCC fueron el primer vehículo de securitización disponible en Argentina previo a la sanción de la ley que da origen a los Fideicomisos Financieros, los cuales se han convertido en el instrumento más utilizado con estos fines.

El financiamiento a Empresas PyMES

En la mayoría de los países desarrollados y en vías de desarrollo, existe consenso sobre la importancia de las Pequeñas y Medianas Empresas, por su contribución al Producto Interno Bruto y a la generación de empleo. Hacia este grupo de empresas están focalizadas numerosas políticas destinadas a su crecimiento y desarrollo, con el convencimiento de que constituyen una pieza central del desarrollo económico de cualquier región, que son dinamizadoras de mercados, que absorben importantes niveles de empleo y tienen una gran flexibilidad para adaptar sus estructuras a escenarios cambiantes.

Líneas crediticias especiales, programas de capacitación a medida para sus dueños y empleados, soporte tecnológico y de información, leyes de flexibilización laboral y programas fiscales diferenciales son algunos ejemplos de las políticas activas que parten desde organismos internacionales, gobiernos nacionales, provinciales y municipales, entidades intermedias, públicas y privadas.

Sin embargo, es recurrente la **problemática** del **acceso** de las PyMES **al financiamiento** en condiciones normales y formales, en especial en países en desarrollo más expuestos a crisis financieras. En escenarios estables, pueden ser sujetos de préstamos tradicionales de la banca privada, pero situaciones de crisis, suelen exponerlas al **racionamiento de crédito**. Esto debilita sus estructuras financieras y las hace más vulnerables a desplazamientos hacia el circuito informal del crédito, con las consecuencias negativas que se desprenden de esa situación.

Palabras claves

riesgo moral
financiamiento PyME
nuevos instrumentos
simplificación de requisitos ROP
definición de PyME

La primera, y más rápidamente reconocible, son los altos niveles de tasas de interés que terminan empujando a la empresa a un círculo vicioso. La segunda es que el corrimiento hacia los segmentos informales del crédito puede disparar consecuencias no deseables asociadas al fenómeno de **riesgo moral** (*moral hazard*), que alienten el incumplimiento de las responsabilidades impositivas y previsionales, con efectos negativos que se derraman sobre el entorno macroeconómico en general.

Es en este marco, que la problemática del **financiamiento PyME** exige la búsqueda permanente de **nuevos instrumentos** que se transformen en alternativas viables a la oferta de crédito de la banca pública y privada.

La experiencia en Argentina

El crecimiento del financiamiento en el mercado de capitales para grandes empresas, que se dio especialmente a partir de la década del noventa, hizo que la oferta de valores negociables se extendiera también a sociedades PyMES.

En este sentido, considerando las dificultades que este tipo de empresas suele tener para acceder al financiamiento, los instrumentos debían proponerse superar problemas relacionados con la capacidad para brindar información, y también con los costos de emisión. Así, surgieron los segmentos especiales para la cotización de valores negociables PyME que tienen como denominador común la **simplificación de** los **requisitos** de admisión al régimen de oferta pública (**ROP**).

A través de las alternativas que ofrece el mercado de capitales en general, y la BCBA en particular, las PyMEs pueden acceder a diversos instrumentos, eligiendo el que mejor se adapte a sus posibilidades y necesidades.

En primer lugar, recordemos que la **definición de PyME** surge de los criterios aportados por la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional[6], según topes máximos de ventas totales (excluido el impuesto al valor agregado y el impuesto interno).

A su vez, la CNV[7], y al solo efecto del acceso al mercado de capitales, eleva los montos máximos con el propósito de que un mayor número de empresas pueda ser incluido dentro del universo PyME, y pueda beneficiarse de los regímenes simplificados para la oferta pública de sus valores.

Teniendo en cuenta estas condiciones, a continuación se analizarán los instrumentos de financiamiento más utilizados por las empresas Pymes.

[6] Disposición SePyme Nº 147/06 y 22/0.
[7] Resolución General 528/10

Palabras claves

monto máximo de emisión
inversores calificados
SEC

Régimen Simplificado para la emisión de Obligaciones Negociables de Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES)

El régimen simplificado surge del Decreto del Poder Ejecutivo 1087/93 y está regulado por la Resolución 235/93 de la Comisión Nacional de Valores.

A través de estas normas, las PyMES reciben en forma automática la autorización de oferta pública y cotización, previo registro de la emisión y cumplimiento de los requisitos de información.

El **monto máximo de emisión** es de 15 millones de pesos, y sólo puede ser adquirida por los denominados **inversores calificados**[8], que acreditan capacidad para evaluar los riesgos implícitos en la inversión.

Como surge de lo anterior, el régimen simplificado incorpora ciertas restricciones que tienen como objetivo balancear el impacto de los menores requisitos de información. En este sentido, es un mecanismo muy similar al que rige en Estados Unidos bajo la Regla "144 A", la cual exime a los emisores de una parte de los requisitos de información que son necesarios para obtener la aprobación de la emisión. De este modo, el organismo de control de ese país, la *Securities and Exchange Commission (SEC)* permite el acceso al mercado de capitales de empresas de distinto tamaño y nivel de riesgo, estableciendo restricciones respecto del tipo de comprador con el objetivo de proteger a los inversores menos sofisticados.

El régimen también contempla la posibilidad de la emisión de programas globales, con un plazo máximo de dos años para las colocaciones de los tramos parciales.

Finalmente, en el menú de emisiones de deuda también se incluyen los Valores de Corto Plazo (VCP).

Negociación Bursátil de Cheques de Pago Diferido (CPD)

Si bien el cheque de pago diferido no es usualmente negociable en los mercados bursátiles, su incorporación a la operatoria fue una respuesta a las necesidades de financiamiento de las empresas PyMES en el contexto posterior a la crisis de fines del año 2001. En esos momentos se imponía la necesidad de brindar un marco para el descubrimiento de "tasas justas", en mercados transparentes.

Es importante señalar que este segmento ha sido una importante puerta de acceso de las PyMES a la operatoria bursátil desde su puesta en funcionamiento en 2003, desmitificando la creencia de que el mercado de capitales no ofrece alternativas de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas.

[8] Ibid nota 5.

Palabras claves

patrocinados
avalados
aval

En primer lugar, recordemos que el cheque de pago diferido es definido como una orden de pago cuyo vencimiento opera con posterioridad a la fecha de su emisión, siendo el plazo máximo de 360 días para la fecha de pago.

En julio de 2003, el Poder Ejecutivo Nacional promulgó el Decreto 386/2003[9], permitiendo así que los CPD pudiesen ser negociados en la las bolsas de comercio y mercados de valores autorregulados del país.

La normativa de CPD regula diversas alternativas para la negociación bursátil, las cuales fueron presentadas en el capítulo 6:

- Segmento de CPD **Patrocinados**: bajo esta modalidad, son las entidades libradoras (sociedades comerciales, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales y fundaciones) las que solicitan la cotización de los CPD que emiten a favor de terceros. Es decir que, en este caso, las empresas libradoras se convierten en cotizantes, motivo por el cual deben cumplir con los requisitos solicitados en los reglamentos correspondientes. Un dato a considerar es la exposición pública que asume la empresa cotizante de los CPD, la cual puede ser capitalizada en la forma de un mayor prestigio y una vía adicional para difundir la actividad de la compañía. Es importante señalar que las empresas que ingresan en este segmento abren un canal de financiamiento alternativo para las PyMES que son sus proveedoras.

- Segmento de CPD **Avalados**: en este caso, los CPD cuentan con el **aval** de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) o de una Entidad Financiera (EF), que garantiza al inversor el cobro en la fecha de vencimiento frente a un incumplimiento por parte de la empresa libradora. En la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, más de 20 SGR se encuentran autorizadas para operar en este segmento. En este caso, y a diferencia de lo que ocurre con el patrocinado, las empresas no se exponen públicamente, ya que la información de cada PyME es analizada por la SGR que garantiza la operación.

[9] Este decreto modificó los artículos 12 y 56 del Anexo I de la Ley de Cheques N° 24.452. Además, se dictaron las siguientes normas: Resolución General 452/2003 de la CNV, que establece el Marco Normativo para la reglamentación de la negociación en las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores; la Resolución del Consejo N° 2/2003 de la BCBA, que establece el reglamento de cotización de los CPD, y la Circular N° 3502 del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (MERVAL), que establece las condiciones para la negociación de los CPD.

Palabras claves

fideicomiso
múltiples empresas
bajo nivel de exposición pública
diversificación de riesgos

Los fideicomisos financieros, vehículos para el financiamiento de Pymes.

Los procesos de titulización de activos ilíquidos y flujos de fondos futuros originados por PyMES comenzaron a aplicarse especialmente tras la crisis del año 2002, en un escenario de racionamiento de crédito para las empresas en general y para las pequeñas en particular.

Es importante señalar que la aplicación del **fideicomiso** ha logrado superar algunas cuestiones que se presentaban como barreras para las emisiones de PyMES.

En primer lugar, la posibilidad de agrupar activos o flujos de fondos de **múltiples empresas** permite alcanzar la escala necesaria para llevar adelante la emisión. Por un lado se soluciona un problema que se plantea del lado de la oferta: cuando el monto es pequeño, los costos fijos de la emisión pueden encarecer el costo del financiamiento, haciéndolo menos eficiente. Por el lado de la demanda, el problema que tienen las emisiones pequeñas es que no logran capturar la atención de los inversores, los que en general prefieren evitar los riesgos de iliquidez.

Otro tema, que puede ser de importancia para los empresarios que se sienten más cómodos con un **bajo nivel de exposición pública**, es que los datos y los estados contables de la empresa son presentados al fiduciario financiero y a la SGR (en caso de que existan avales de ese tipo), pero la información pública a la que tienen acceso los inversores es la referida al fideicomiso en general, y no a cada empresa fiduciante en particular.

Finalmente, la **diversificación de los riesgos** de la cartera constituida por activos originados por distintas empresas, y la posibilidad de aplicar al fideicomiso mecanismos de *credit enhancement*, como son el aval de las SGR, completan las características salientes de las experiencias que se vienen repitiendo en Argentina.

Las estadísticas de los últimos años son muy alentadoras respecto de la inclusión de PyMES en la estructuración de fideicomisos financieros.

Panel PyMEs Acciones

Al igual que con la emisión de ON, las PyMEs pueden abrir su capital y emitir acciones a partir de un régimen de oferta pública y cotización simplificado.

Así, a través de la cotización bursátil de acciones, las PyMEs pueden obtener recursos financieros a través de la incorporación de nuevos socios, capitalizarse y buscar la optimización de su estructura financiera. Además, este mecanismo permite la valoración objetiva de la empresa y facilita la resolución de situaciones familiares.

Palabras claves

Panel de Acciones PyMES
inversores calificados
RSE

El martes 5 de diciembre de 2006 tuvo lugar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) el acto de lanzamiento del **Panel de Acciones PyMES**.

Las acciones emitidas bajo este régimen sólo pueden ser adquiridas por **inversores calificados**. En este sentido, el Merval reguló la figura del intermediario "hacedor de mercado Pyme[10] para facilitar una mayor profundidad de mercado de estos activos.

Responsabilidad Social Empresaria (RSE) y Mercado de Capitales (MC): una introducción al tema.[11]

En los últimos años, ha emergido un nuevo paradigma de gestión empresaria en el cual la empresa que se define como socialmente responsable se propone lograr simultáneamente la sustentabilidad económica, social y ambiental. Al revisar algunas experiencias internacionales encontramos casos que muestran cómo el mercado de capitales puede ser un vehículo para acercar a las empresas y la sociedad en el marco de esta tendencia. A continuación ofrecemos una síntesis de esas experiencias.

- **El MC como vehículo para concientizar y educar**: la mayoría de los expertos en el tema coinciden en que para que se incremente la oferta de **RSE**, debe aumentar primero su demanda. Por eso, las prácticas dirigidas a educar, difundir y comunicar a los distintos segmentos de la sociedad son pilares fundamentales. En este sentido, al rol de las instituciones especializadas comienza a sumarse el de las bolsas y mercados desarrollados y emergentes, a través de la organización de congresos, secciones especiales de cotización y desarrollo de índices bursátiles. En Brasil, por ejemplo, Bovespa celebra desde 2003, todos los 12 de junio, el Día de la Responsabilidad Social[12] .

- **El MC como vehículo para producir y compartir información**: este rol se profundizó a partir de la ley Sarbanes-Oxley[13]. Especialmente en lo rela-

Continúa en la siguiente página

[10] Circular 3514 del Merval.
[11] Basado en el artículo del IAMC, "Responsabilidad Social Empresaria y Mercado de Capitales" publicado el 09/04/2008, en la edición Nº 1504 de la Revista Institucional de la Bolsa de Comercio de Rosario.
[12] www.bovespasocial.org.br
[13] La ley Sarbanes-Oxley fue sancionada en Estados Unidos en respuesta a los escándalos financieros de algunas grandes empresas, entre ellas Enron. La legislación abarca y establece nuevos estándares para los consejos de administración y dirección y los mecanismos contables de todas las empresas que cotizan en bolsa en aquel país.

cionado con la sustentabilidad económica de las empresas y con las buenas prácticas de gobierno corporativo. La tendencia mundial a promover códigos de conducta, de gestión, contabilidad y amplia información se basa en el consenso de que los datos financieros no son suficientes para conocer el desempeño global de una compañía.

- **El MC como vehículo para diferenciar empresas**: usualmente, es a través de premios, certificaciones o etiquetas que otorgan instituciones especializadas que se distingue a las empresas socialmente responsables. A esta modalidad ha comenzado a sumarse la creación de secciones especiales de cotización e índices bursátiles de empresas socialmente responsables. Brasil, por ejemplo, tiene desde el año 2000 el Novo Mercado para cotizantes que adhieren a prácticas diferenciadas de gobierno corporativo. También ha desarrollado el Índice ISE (Índice de Sostenibilidad), que es el primero de su tipo en Latinoamérica.
- **El MC como vehículo para canalizar las preferencias de los inversores**: los inversores han diseñado diferentes estrategias de inversión socialmente responsables. Por ejemplo, existen fondos de inversión que excluyen en su selección a las empresas que generan impactos negativos sobre la sociedad, por ejemplo, las que ocasionan daños ambientales, o las relacionadas con la industria del tabaco o de armamentos. Según estadísticas privadas, en Estados Unidos, uno de cada nueve dólares bajo administración profesional está vinculado a inversiones socialmente responsables.

Los especialistas coinciden en señalar que para que las conductas socialmente responsables sean sostenibles, y creen realmente valor, deben ser adoptadas por consenso y en forma voluntaria. Por eso, una vez más, la educación y la difusión serán pilares fundamentales para la evolución y consolidación de la RSE.

Capítulo 9

Índices del mercado de acciones

Todos los días, los distintos medios de comunicación (diarios, radios, TV, internet, entre otros) informan sobre la evolución de algunos "índices de mercado", de nuestro país y del exterior. Así, escuchamos y leemos noticias tales como: *"el Índice Merval subió en el día un 2% y alcanzó su valor máximo de 2.530 puntos" o "el Índice Dow Jones cayó en el mes un 7.6%"*. El presente capítulo nos permitirá comprender qué son los índices bursátiles, cómo se calculan y para qué nos sirven su lectura y análisis. A lo largo del mismo, presentaremos los índices más representativos del mercado accionario local e internacional.

¿Qué es un índice bursátil y para qué nos sirve?

Generalmente, los inversores están interesados en analizar la evolución de un activo en particular (por ejemplo, una acción o un bono), para lo cual observan sus precios de cierre y una serie de indicadores (que se verán más adelante en este manual) que les permiten sacar conclusiones sobre, por ejemplo, el rendimiento del activo y la conveniencia o no de seguir manteniéndolo en su cartera de inversiones.

Muchas veces también buscan datos del mercado en su conjunto para poder hacer comparaciones respecto a la evolución de otros mercados. Para ello, existen los denominados "índices bursátiles".

Así podemos definirlos como una medida estadística que se resume en un valor numérico determinado y que expresa el rendimiento de un mercado a lo largo del tiempo, en función de las variaciones de precio de la canasta de instrumentos que los conforman.

Si bien el precio de cada activo puede tener un comportamiento diferente (subir o bajar), a través de los índices es posible determinar una única dirección para el conjunto.

Con respecto al mercado de acciones, los índices son importantes porque miden para un período determinado –día, mes, año, etc.– la rentabilidad de un conjunto de empresas cotizantes, seleccionadas de acuerdo a determinados criterios. A los especialistas que administran portafolios de inversión les sirven como referencia (*benchmark*) para comparar la performance de su cartera respecto de la "cartera teórica" de activos que integran el índice.

Bull* y *Bear markets

Las expresiones en inglés *bull* (toro) y *bear* (oso) *markets* hacen referencia a un mercado alcista y a un mercado bajista, respectivamente. Un mercado alcista es aquel en el que los precios están subiendo o se espera que lo hagan en el futuro, es decir, predominan el optimismo y la confianza de los inversores. En un mercado bajista, los precios están cayendo o existen expectativas negativas acerca de los precios futuros. La utilización de estas expresiones para caracterizar los distintos momentos por los que suele transitar un mercado se asocia a la forma en que estos animales atacan a sus oponentes: los toros realizan un movimiento ascendente con su cabeza intentando clavar sus cuernos, mientras que los osos realizan un movimiento descendente intentando aplastar o abrazar con sus garras a la presa.

Otros autores afirman que el origen de esta denominación se debe al comportamiento que seguían ciertos comerciantes londinenses a principios del siglo XVIII, quienes vendían las pieles de los osos antes de cazarlos. Así, pactaban el valor de venta antes de la entrega para protegerse y beneficiarse de una posible baja en los precios.

Continúa en la siguiente página

Los índices bursátiles del mercado argentino

Existen varios índices bursátiles en Argentina que permiten a los analistas e inversores observar la evolución del mercado en su totalidad o de un sector específico en particular.

El Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval) calcula tres índices que reflejan el desempeño de las acciones que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA): el Merval, el Merval Argentina (M.AR) y el Merval 25. A su vez, la BCBA calcula otros dos índices: el Burcap y el Nuevo Índice General de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

El Índice Merval: es el indicador del mercado accionario argentino más difundido por los medios de prensa, creado por el Merval con fecha base el 30 de junio de 1986. Las acciones que integran el índice se seleccionan de acuerdo a su participación en el volumen total negociado y en el total de operaciones de los últimos 6 (seis) meses. Para asegurar la representatividad de las acciones que componen la cartera teórica del índice (denominadas "especies elegibles"), se requiere que las mismas hayan registrado operaciones en al menos el 80% de las ruedas bursátiles del semestre.

Es decir que para la selección de las acciones que integran este índice, se privilegia la liquidez que exhiben las empresas cotizantes. Si bien el valor del Índice Merval representa cuánto cuesta adquirir en el mercado la totalidad de las acciones que lo componen, y es generalmente informado por los medios de prensa en puntos. A fin de cada trimestre se procede a realizar el recálculo de la cartera en base a los criterios antes descriptos y se determina qué empresas se mantendrán, cuáles ingresarán y cuáles dejarán de formar parte del índice.

Palabras claves

M.AR
Merval 25
Burcap
NIGBCBA

El Índice Merval Argentina (M.AR): también desarrollado por el Merval, busca reflejar el comportamiento de las empresas argentinas que cotizan en la BCBA. Su metodología se basa en la del Índice Merval pero, a diferencia de este, no incorpora a empresas cotizantes extranjeras dado que su objetivo es medir la evolución de las empresas domésticas, es decir aquellas que desarrollan sus actividades dentro de las fronteras de nuestro país. Adicionalmente, las acciones que integran la cartera de este índice tienen un límite máximo de participación del 20% y deben haber negociado en al menos el 90% de las ruedas bursátiles de los últimos seis meses. La fecha base del Índice M.AR es el 1 de enero de 2000, tomando como referencia el valor de cierre del Índice Merval al 30 de diciembre de 1999: 550,47 puntos.

El Índice Merval 25: a diferencia de los anteriores, contiene un número fijo de acciones. De este modo, el índice permite monitorear el comportamiento de las 25 acciones más negociadas en la BCBA, seleccionadas de acuerdo a los mismos criterios utilizados para el Índice Merval. La fecha base del Índice Merval 25 es el 1° de enero del año 2003, tomando como referencia el valor de cierre del Índice Merval al 31 de diciembre de 2002: 524,95 puntos.

El Índice Burcap: está compuesto por las mismas acciones que integran el Índice Merval pero, a diferencia de este, la participación que cada especie tiene en la cartera teórica se define de acuerdo al cociente entre el valor de la capitalización bursátil[1] de cada acción respecto al valor total de la capitalización bursátil del índice[2]. La fecha base del índice es el 30 de diciembre de 1992, tomando como referencia el valor de cierre del Índice Merval a esa fecha: 426,33 puntos. Dado que las acciones que lo componen son las mismas que integran el Índice Merval (sólo que cambia el criterio de participación o ponderación de cada acción), su composición se actualiza al fin de cada trimestre calendario, teniendo en cuenta el valor de la capitalización bursátil a esa fecha de cada una de las empresas que integrarán el índice.

El Nuevo Índice General de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (NIGBCBA): al igual que el anterior, la participación de cada acción en la cartera teórica del índice se determina a partir de su capitalización bursátil, pero no ya de las acciones que integran el Índice Merval, sino de todas las empresas que cotizan en la BCBA. El requisito para formar parte del índice es haber negociado como mínimo en el 20% de las ruedas de los últimos seis meses. El índice tiene como fecha base el 30 de junio de 2000, tomando como referencia el valor corriente de la capitalización bursátil a esa fecha, que era de 19.570,98 puntos.

Al igual que el resto de los índices antes vistos, las acciones que integrarán la cartera teórica se seleccionan al cierre de cada trimestre calendario.

[1] La capitalización bursátil de una empresa en particular se calcula multiplicando el precio de mercado de cada acción por la cantidad de acciones que integran el capital social de la empresa.

[2] Definida como la suma del valor de la capitalización bursátil de cada una de las empresas que integran el índice.

Palabras claves

IAMC
proyección de los índices bursátiles

Estimando las carteras teóricas: la "proyección de los índices"

Como vimos anteriormente, la mayoría de los índices bursátiles toma en consideración el volumen negociado o la capitalización bursátil de los activos que los conforman. Ambos indicadores muestran un constante dinamismo, que hace necesaria la actualización de las especies incluidas en las carteras teóricas de los índices en función de los cambios observados en la negociación y en el precio de los mismos. Así, una vez calculada la "nueva cartera vigente" del índice, todos los días cambia la importancia relativa que cada activo posee en el total de la cartera.

Muchos analistas desean conocer con anticipación cuál será la composición de la próxima cartera que entrará en vigencia y realizar de este modo proyecciones sobre la futura estructura de los índices que observan. Esto, por ejemplo, les permite estimar que acciones ingresarán o se retirarán de un determinado índice y qué participación podrían llegar a tener. Sin embargo, estos datos no se conocen en forma exacta hasta que no llega la fecha de recomposición de la cartera.

El Instituto Argentino de Mercado de Capitales (**IAMC**) elabora y publica semanalmente en su sitio web[3] una **proyección de los índices bursátiles** Merval, M.AR y Merval 25, siguiendo la metodología de los mismos.

Principales índices de acciones de los mercados internacionales

Los avances tecnológicos y los medios de comunicación disponibles en la actualidad permiten que la relación entre las distintas bolsas y mercados se profundice cada día más. Esto les facilita a los inversores armar portafolios diversificados internacionalmente (con activos domésticos y extranjeros) y a las empresas cotizar sus acciones en

[3] Ver link en el anexo a este capítulo

Palabras claves

Índice Dow Jones
blue chips
free float

distintas plazas bursátiles. Así, cotidianamente, accedemos a información sobre las variaciones de un conjunto de índices bursátiles internacionales que sirven de referencia a nivel mundial. A continuación realizamos una breve descripción de los más importantes que, de forma similar a los índices locales, son calculados y publicados en forma diaria, de acuerdo a su metodología.

ESTADOS UNIDOS los índices accionarios más representativos de este país son el *Dow Jones, el S&P 500 y el Nasdaq 100*. A su vez, cada bolsa o mercado posee varios índices accionarios "compuestos" (*Composite Indexes*) que permiten a los inversores seguir la evolución de un universo amplio de acciones y de los distintos sectores de actividad a los que pertenecen las empresas seleccionadas.

Dow Jones Industrial Average: el Índice *Dow Jones Industrial* fue publicado por primera vez en mayo de 1896 por Charles Dow (el primer editor del prestigioso diario *The Wall Street Journal*), y es el indicador más antiguo del mercado accionario norteamericano que continúa aún vigente. Cuando Dow inició su cálculo, el valor del índice surgía como resultado del cociente entre la suma de los precios de las acciones incluidas (originalmente unas 12) por el número de acciones incluidas en la cartera del índice, de allí la denominación de "índice dow jones industrial promedio".

Con el tiempo, no sólo se fueron incorporando más empresas, hasta llegar a las 30 que lo componen en la actualidad, sino que se desarrolló un "divisor" para mejorar el cálculo, contemplar los eventos corporativos[4] de las acciones incluidas en la cartera y mantener la continuidad histórica de la serie del índice.

A diferencia de los índices bursátiles argentinos, es calculado y publicado por una empresa privada, *Dow Jones & Company*, que no tiene relación alguna con el NYSE. El número fijo de 30 empresas se ha mantenido desde el año 1928, a pesar del crecimiento del número de empresas cotizantes y del volumen de operaciones. Ello, debido a que está compuesto por las denominadas acciones *blue chips*, es decir compañías de importante tamaño consideradas como las más representativas de los distintos sectores económicos (dos tercios de las empresas incluidas en la cartera del índice producen bienes industriales o de consumo masivo). Al 31 de diciembre de 2008, las 30 acciones integrantes del índice representaban cerca de un 30% de la capitalización bursátil ajustada por *free float*[5] del mercado norteamericano.

[4] Como se verá en detalle en el capítulo 12, nos referimos a los casos de canjes de acciones, *splits*, *spinoffs*, entre otros.

[5] Como veremos más adelante en este manual, el *free float* o capital flotante hace referencia a la cantidad de acciones de una empresa que están disponibles en el mercado para su negociación. Es decir, las acciones que no están en manos del grupo controlante.

Por su historia y el mercado de origen, sin lugar a dudas el Dow Jones es uno de los índices bursátiles más difundidos por los distintos medios de prensa a nivel mundial.

Palabras claves

S&P 500
Nasdaq 100

Las *Blue Chips*

El término *blue chip*, que es utilizado en los casinos estadounidenses para identificar las fichas azules, que son las de mayor valor, fue incorporado a la "jerga bursátil" Oliver Gingold, de Dow Jones, en la década del '20.

En la actualidad las *blue chips* representan a las acciones de empresas que son nacionalmente reconocidas y cuentan con una posición financiera sólida. En general, venden productos o servicios de alta calidad y amplia aceptación. Las inversiones en acciones de *blue chips* son consideradas menos volátiles, suelen tener un alto valor de capitalización bursátil y una gran liquidez.

Standard & Poor's 500 : el S&P 500 es parte de una amplia serie de índices (tanto accionarios como del mercado de bonos y de futuros) elaborados por la sociedad calificadora de riesgo Standard & Poor´s internacional. Está compuesto por las acciones de 500 empresas líderes seleccionadas de acuerdo a su tamaño, liquidez[6] y representatividad por actividad económica, incluyendo 400 industriales, 20 del sector transporte, 40 de servicios y 40 financieras. Sólo incluye empresas estadounidenses (negociadas tanto en el NYSE como en el Nasdaq) con un valor de capitalización bursátil mínimo de U$S3.000 millones y un porcentaje de free float no menor al 50%. La ponderación de cada acción en la cartera del índice se realiza en base al valor de capitalización bursátil de cada compañía, y su composición se actualiza mensualmente luego de la reunión de un comité integrado por ocho analistas de la firma Standard & Poor's.

Por el amplio número de empresas que lo integran, que representan cerca del 75% de la capitalización bursátil del mercado accionario norteamericano, junto al Dow Jones, es uno de los índices más utilizados como referencia.

Nasdaq 100 : refleja la evolución de las 100 acciones de compañías americanas y extranjeras que cotizan en el Nasdaq. Los principales sectores incluidos son: *hardware y software*, telecomunicaciones, ventas mayoristas y minoristas y empresas de biotecnología, exluyéndose a las acciones del sector financiero. Creado en 1985, se calcula

[6] La liquidez hace referencia a la profundidad de mercado de un valor negociable. Así, cuanto "más líquida" es una acción, mayor es el volumen y cantidad de operaciones que registra y por lo tanto más fácil es encontrar un comprador o vendedor.

Palabras claves

Índice Ibovespa
IPSA

en forma trimestral, y utiliza como criterio de ponderación la capitalización de mercado "modificada" (empleando un algoritmo matemático desarrollado a tal fin por este mercado). Se trata de un índice que refleja el importante desarrollo que ha tenido un amplio conjunto de empresas en los últimos 30 años, en especial aquellas dedicadas a proveer servicios de "tecnología de la información", denominadas compañías tecnológicas o ".com".

Índices compuestos de los mercados bursátiles norteamericanos: se trata de un conjunto de índices que buscan reflejar el comportamiento de un amplio número de acciones listadas en cada uno de estos mercados. Uno de los más publicados y representativos es el *NYSE Composite Index*, el cual incluye aproximadamente 1.900 empresas listadas en el NYSE, tanto americanas (unas 1.500) como extranjeras. De modo similar a otros índices, utiliza como criterio de ponderación la capitalización bursátil ajustada por *free float* y su actualización se realiza con frecuencia trimestral. Para tener una idea de su amplia cobertura basta mencionar que, al 31 de diciembre de 2008, estaba compuesto por cerca de1.850 acciones pertenecientes a compañías con sede en los Estados Unidos y de otros 37 países, incluyendo a empresas argentinas.

BRASIL: *Índice Ibovespa*

Su relevancia proviene del hecho de que este índice refleja el comportamiento de las principales acciones negociadas en la Bolsa de San Pablo (BOVESPA) y también de su tradición, pues el índice mantuvo la integridad de su serie histórica sin sufrir modificaciones metodológicas desde su implementación en el año 1968.

De modo similar al Índice Merval, representa el valor (medido en reales, la moneda brasileña) de una cartera teórica de acciones constituida con fecha base el 02/01/1968 y valor base de 100 puntos. En cuanto al criterio de ponderación de las acciones en la cartera, las mismas se seleccionan de acuerdo al volumen negociado y la cantidad de transacciones de los últimos 12 meses, actualizándose con frecuencia cuatrimestral.

CHILE: *Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA)*

Es el principal índice bursátil de este país y es elaborado por la Bolsa de Comercio de Santiago desde el año 1977. Corresponde a un indicador que busca reflejar la rentabilidad de un número fijo de 40 acciones ponderadas en base a su volumen de negociación y capitalización bursátil ajustada por *free float* (todas las acciones que integran la cartera del índice deben tener un valor de capitalización mínima de U$S200 millones).

Dado que el IPSA se actualiza anualmente, el 31 de diciembre de cada año, el volumen operado de cada acción–en base trimestral–, se pondera en forma decreciente para determinar la participación que cada especie tendrá en la cartera (es decir, el volumen de los trimestres más cercanos tienen una ponderación mayor a los más alejados en el tiempo).

Palabras claves

IPC
IBEX 35
FTSE 100
DAX 30

MEXICO: *Índice de Precios y Cotizaciones (IPC)*

Con base en octubre de 1978, es el principal indicador de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). De modo similar a otros índices, considera un número fijo de acciones (35), ponderadas de acuerdo al volumen negociado y la capitalización bursátil. Para seleccionar las acciones que forman parte de la cartera del índice se tiene en cuenta la "bursatilidad" o liquidez, es decir las empresas con mayor negociación mensual en la lista que publica la BMV (todas deben permanecer en esta lista en los últimos seis meses para poder ingresar o permanecer en el índice). La revisión de la cartera se realiza en forma anual, siempre y cuando no se presente ninguna situación especial, ya que de ser así se efectúan las modificaciones necesarias de acuerdo al evento corporativo o de mercado que lo propicie.

ESPAÑA: *IBEX 35*

Este índice está compuesto por un número fijo de las 35 acciones más negociadas en el Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro bolsas españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia). Su metodología utiliza como ponderador el valor de la capitalización bursátil de cada compañía ajustado por su correspondiente *free float*, otorgando así un mayor peso a aquellas empresas con mayor valor de capital flotante. El índice tiene como valor base 3000 puntos al cierre de mercado del día 29 de diciembre de 1989, y se actualiza con frecuencia semestral luego de la reunión de un Comité Asesor compuesto por un mínimo de 5 y un máximo de 9 miembros.

INGLATERRA: *Índice FTSE 100*

Conocido también como *Footsie*, es el índice de referencia de la bolsa de Londres. Las acciones que están incorporadas en la cartera se ponderan de acuerdo al valor de las 100 empresas (domésticas o extranjeras) de mayor capitalización bursátil ajustada por *free float* y negociadas en la bolsa de Londres. El índice se calcula desde el 3 de enero de 1984 con un valor base de 1000 puntos y se actualiza en forma trimestral.

ALEMANIA: *Deutscher Aktien IndeX 30 (DAX 30)*

El índice se construye a partir de una muestra fija de 30 acciones alemanas negociadas en la bolsa de Frankfurt, ponderadas de acuerdo al valor de su capitali-

Palabras claves

CAC 40
Nikkei 225

zación bursátil ajustada por *free float*. Cada acción que forma parte de la cartera del índice tiene un límite máximo de participación equivalente al 10% del valor total de la capitalización bursátil de las empresas que lo integran. El índice se computa con los precios generados a través del sistema electrónico Xetra, tiene como base un valor de 1000 puntos con fecha 30 de diciembre de 1987 y su frecuencia de actualización es trimestral.

FRANCIA: *Índice CAC 40 (Cotation Assistée en Continu)*

Es el referente del mercado accionario francés e incluye a las 40 acciones de mayor negociación en el principal segmento de la bolsa de valores de París, ponderadas de acuerdo a su capitalización bursátil ajustada por *free float*. Al momento de definir las acciones que integrarán la cartera, primero se seleccionan las 100 empresas de mayor capitalización y volumen de negociación para luego reducir la muestra a las 40 que integrarán el índice de acuerdo al valor de su capitalización bursátil ajustada por *free float*, imponiéndose un límite máximo de participación en la cartera del 15% para cada acción. El índice tiene como valor base 1000 puntos el 31 de diciembre de 1987 y es actualizado en forma trimestral.

JAPON: *Índice Nikkei 225*

Es el principal índice de las acciones con mayor negociación en la bolsa de Tokio y uno de los indicadores más observados de los mercados asiáticos. Su cálculo se inició el 7 de septiembre de 1950 siguiendo la metodología del Índice Dow Jones, aunque a diferencia de este último incluye unas 225 compañías seleccionadas entre las 450 más líquidas de ese mercado.

La compañía japonesa *Nihon Short-wave Broadcasting Co.* tiene a su cargo el cálculo y publicación desde el 1 de julio de 1971. El *Nikkei 225*, al igual que el Dow Jones, se obtiene por el cociente entre la suma de los precios de las 225 acciones que componen el índice[7] y un "divisor" que, como explicamos antes, busca mantener la continuidad histórica de la serie e incorporar los distintos eventos corporativos de las compañías que integran la cartera.

Las acciones que conforman el índice se actualizan anualmente. En caso de observarse cambios, los mismos son anunciados en el mes de septiembre y puestos en práctica a partir del mes de octubre de cada año.

[7] A los efectos del cálculo se considera que todas las acciones tienen un valor nominal de 50 yenes. En caso contrario se ajusta su cotización para llegar a un múltiplo de este valor.

CHINA: *Hang Seng Index y SSE Index*

Palabras claves

Hang Seng Index
SSE Index

Las bolsas más observadas por los inversores de este país y del exterior son las de Hong Kong y Shanghai, cuyos índices accionarios son el *Hang Seng Index* y el *SSE Index*. El primero, que fue creado el 24 Noviembre 1969 por el *Hang Seng Bank* (Banco de Hang Seng), se calcula teniendo en cuenta la capitalización bursátil ajustada por *free float* de las empresas con mayor volumen y frecuencia de cotización en la Bolsa de Hong Kong durante los últimos 24 meses. Las compañías que lo integran tienen un límite máximo de participación del 15% y son revisadas en forma trimestral.

Por su parte, el *Shanghai Stock Exchange* (SSE) elabora y publica varios índices de precios de acciones, como el *SSE 180*, el *SSE 50* y el *SSE Dividend*, entre una larga lista que nacieron[8] al compás del importante y reciente crecimiento de la economía china. Dentro de estos, se destaca el *SSE Composite*, cuyo cálculo se inició el 15 de julio de 1991 teniendo en cuenta el valor de la capitalización bursátil de todas las acciones listadas en la bolsa de Shangai al 19 de diciembre de 1990[9].

Diferencias y similitudes entre los distintos índices

En forma sintética, se puede decir que las principales diferencias surgen respecto a la forma en que se realiza la ponderación de las acciones que integran cada índice: algunos utilizan una ponderación según el valor de la capitalización de las empresas (ajustadas o no por *free float*), mientras que otros consideran la participación en el volumen y cantidad de operaciones. Del mismo modo, en algunos casos se imponen límites al número de empresas o bien al porcentaje de participación máximo que tendrá cada acción que integra la cartera del índice.

En cuanto a las similitudes, todos buscan reflejar el comportamiento de las acciones más representativas (*blue chips*) de cada bolsa o mercado, asegurando de este modo al inversor que las acciones que integran cada uno de estos índices son empresas líderes en cada país y cuentan con una alta liquidez.

[8] La mayor parte de los índices accionarios que elabora la bolsa de Shangai tienen como fecha de origen el período que va desde el año 2002 al presente.
[9] Es decir, sigue una metodología similar al nuevo índice general de la BCBA.

A modo de síntesis final, presentamos el siguiente cuadro con las principales características de los distintos índices desarrollados a lo largo de este capítulo. En el anexo se podrá encontrar además el listado completo de los sitios web en donde se puede consultar en detalle la metodología completa de cada uno de ellos.

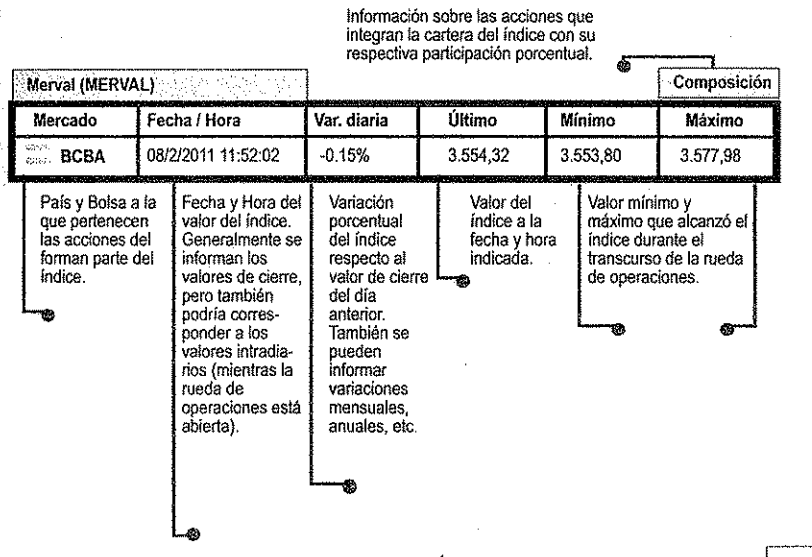
País	Índice bursátil	Fecha base de cálculo	Criterio de ponderación	Número fijo de empresas	Límite participación por acción	Actualización
ARGENTINA	MERVAL	30/06/1986	Volumen negociado y cantidad de operaciones	NO	NO	Trimestral
	M.AR	31/12/1999		NO	20%	
	MERVAL 25	31/12/2002		25	NO	
	BURCAP	30/12/1992	Capitalización bursátil	NO	NO	
	NIGBCBA	30/06/2002		Todas las listadas en BCBA	NO	
ESTADOS UNIDOS	DOW JONES INDUSTRIAL	26/05/1896	Representatividad en volumen y en la economía (*blue chips*)	30	NO	Sin periodicidad fija. Sólo en circunstancias excepcionales (último cambio 22/09/2008)
	S&P 500	1941-1943	Capitalización bursátil y *free float*	500	NO	Mensual
	NASDAQ 100	31/01/1985	Capitalización bursátil con algoritmo de ajuste propio	100	NO	Anual
BRASIL	IBOVESPA	02/01/1968	Volumen negociado y cantidad de operaciones	NO	NO	Cuatrimestral
CHILE	IPSA	30/12/2001	Capitalización bursátil ajustada por *free float*	40	NO	Anual
MÉXICO	IPC	30/10/1978	Volumen negociado y capitalización bursátil	35	NO	Anual
ESPAÑA	IBEX35	29/12/1989	Capitalización bursátil ajustada por *free float*	35	NO	Semestral
INGLATERRA	FTSE100	03/01/1984	Capitalización bursátil ajustada por free float	100	NO	Trimestral
ALEMANIA	DAX30	30/12/1987	Capitalización bursátil ajustada por *free float*	30	10%	Trimestral
FRANCIA	CAC40	30/12/1987	Capitalización bursátil ajustada por *free float*	40	15%	Trimestral
JAPÓN	NIKKEI 225	07/09/1950	Representatividad en volumen y en la economía (*blue chips*)	225	NO	Anual
CHINA	HANG SENG	24/11/1969	Capitalización bursátil ajustada por *free float*	NO	15%	Trimestral
	SSE COMPOSITE	19/12/1990	Capitalización bursátil	Todas las listadas en la Shangai Stock Exchange	NO	Sin periodicidad fija

Continúa en la siguiente página

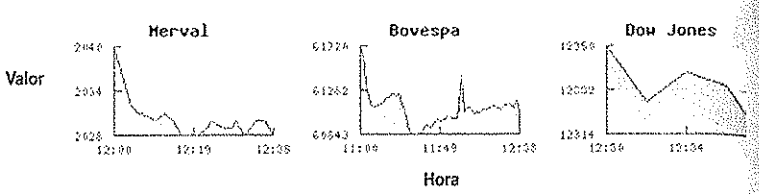
La lectura de los índices en los medios

Cuando los distintos medios de difusión explican que determinada bolsa del país o del exterior subió o bajó un cierto porcentaje, están informando acerca de las variaciones de precios que tuvieron las acciones que conforman la cartera teórica del índice bursátil que se tome como referencia (en el caso argentino, por ejemplo, la correspondiente al Merval o al Merval 25).

Generalmente se resumen los principales indicadores de interés para los inversores respecto a la evolución de cada índice bursátil a través de un diagrama similar al siguiente:



En forma complementaria, la información también puede resumirse mediante gráficos de evolución del valor del índice, los cuales se construyen en tiempo real (o con cierta demora, generalmente de 15 minutos, dependiendo de cada bolsa) a medida que transcurre la rueda de operaciones, o bien se puede acceder a información histórica.



Toda esta información es muy utilizada por aquellos inversores y especialistas que se dedican a estudiar las series históricas del valor que asumen tanto los índices bursátiles como los precios de las acciones, lo que se conoce como "análisis técnico del mercado", el que se explicará en otro capítulo de este manual.

Anexo II

SITIOS WEB para acceder a las metodologías completas de los índices bursátiles mencionados en este capítulo

Argentina

www.merval.sba.com.ar (Índices Merval, M.AR, Merval 25)

www.bolsar.com (Índices Burcap e IGBCBA)

www.iamc.sba.com.ar (proyección semanal de los Índices Merval, M.AR, y Merval 25)

USA

www.djaverages.com (Índice Dow Jones Average Industrials)

www2.standardandpoors.com (Índice S&P 500)

http://dynamic.nasdaq.com/dynamic/nasdaq100_activity.stm (Índice Nasdaq 100)

Brasil

www.bovespa.com.br (Índice Bovespa)

Chile

www.bolsadesantiago.com (Índice IPSA)

México

http://www.bmv.com.mx (Índice IPC)

España

www.ibex35.com (Índice IBEX 35)

Inglaterra

www.ftse.com/Indices/UK_Indices/index.jsp (Índice FTSE 100)

Alemania

www.deutsche-boerse.com (Índice DAX 30)

Francia

www.euronext.com (Índice CAC 40)

Japón

www.nni.nikkei.co.jp (Índice Nikkei 225)

China

www.hsi.com.hk (Índice Hang Seng 100)

www.sse.com.cn (Índice SSE)

Capítulo 10

Principales bolsas y mercados internacionales

Desde hace varias décadas, los países se relacionan cada vez más a través del intercambio de bienes y servicios (la "economía real") y de la actividad propia de los mercados financieros. En este contexto, la creciente internacionalización de los mercados de capitales les permite a las empresas captar recursos adicionales a los que obtendrían en sus mercados de origen, y a los inversores acceder a mayores posibilidades de inversión y diversificación para sus portafolios.

En este capítulo describiremos los principales mercados y bolsas del exterior, y algunos de los instrumentos de inversión que han evidenciado un gran desarrollo en las últimas décadas.

Palabras claves

bolsa de valores de Nueva York
wall street
cotización pública
NYSE Euronext

Mercados desarrollados

Estados Unidos

Los principales ámbitos de negociación en este país son la Bolsa de Nueva York (*New York Stock Exchange* o NYSE) y el mercado electrónico del NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*). Asimismo, existen dos ámbitos extrabursátiles de negociación denominados "OTC" (*Over the Counter): ellos son el Bulletin Board* (OTCBB) y las *Pink sheets*. El ente regulador de los mercados bursátiles antes mencionados es la Comisión de Valores y Cambios o SEC (*Securities and Exchange Commission*).

El ***NYSE*** o ***Bolsa de Valores de Nueva York*** es también conocido popularmente como **"Wall Street"**. Sus orígenes se remontan al año 1792, cuando 24 corredores bursátiles (*brokers*) y comerciantes firmaron el Acuerdo Buttonwood[1]. El 1 de octubre de 1934, año en que fue creada la SEC, fue autorizado a operar como ente nacional bursátil. En abril de 2005, el NYSE anunció sus planes de adquirir el mercado electrónico Archipelago (*Archipelago Holdings Inc.*) y convertirse en una empresa cotizante. En diciembre de ese mismo año, el directorio del NYSE aprobó esta adquisición y la conversión de la compañía en una sociedad con fines de lucro y **cotización pública** bajo el nombre de *NYSE Group* (cuya acción comenzó a negociarse en abril de 2006). En el año 2007, el *NYSE Group* completó su fusión con Euronext (un consorcio de bolsas europeas, tal cual se explicará más adelante), formando de este modo una nueva sociedad: ***NYSE Euronext***, creando así el primer mercado transatlántico mundial.

Wall Street: un muro, una calle y las finanzas

Promediando el siglo XVII, la ciudad de Nueva York estaba poblada por holandeses, quienes construyeron un muro en el límite norte para defenderse de los indios y los británicos, y evitar que se escaparan los esclavos de la colonia. Ya bajo el dominio británico, el muro fue derribado y la estrecha calle en el bajo

Continúa en la siguiente página

[1] Buttonwood se denomina a una especie de árbol característico de América del Norte. El acuerdo entre estos comerciantes fue celebrado bajo este árbol en la calle 68 Wall Street.

Palabras claves

NASDAQ
mercado electrónico

Manhattan, al este de Broadway y cuesta abajo del East River, fue bautizada como **Wall Street**.

A fines del siglo XVIII, luego de la independencia de Estados Unidos, en esa calle comenzó a concentrarse el comercio de pieles, café, té y también de billetes de lotería, bonos, acciones, entre otros. En 1792 se fundó la primera bolsa organizada, situada en un edifico de la calle Wall Street 22. Desde entonces, a lo largo de esta calle, se encuentra el corazón financiero de la ciudad, donde tradicionalmente tuvieron su sede muchas de las principales instituciones financieras y donde en la actualidad funciona la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE).

Finalmente, el 1 de octubre de 2008, NYSE Euronext completó la adquisición del AMEX (*American Stock Exchange*), convirtiéndose en el tercer mercado de importancia en la negociación de opciones sobre acciones.

La negociación se lleva a cabo tanto en el tradicional piso de operaciones como a través de las modernas redes computacionales que se han ido expandiendo a medida que fue adquiriendo otras bolsas y mercados. De acuerdo a las últimas estadísticas disponibles, al 31 de diciembre de 2008, en el NYSE Euronext estaban autorizados a cotizar cerca de 8.500 instrumentos con una capitalización bursátil de U$S16,7 billones y un promedio diario de negociación de U$S 153.000 millones. Estas cifras muestran su relevancia a nivel mundial y explica la amplia cobertura que realizan los medios de comunicación nacionales e internacionales sobre lo que allí sucede diariamente.

El ***NASDAQ*** es el **mercado electrónico** de mayor importancia, tanto por su volumen de negocios como por el número de empresas cotizadas, las cuales pertenecen mayormente a sectores con alto potencial de crecimiento: tecnología, biotecnología, transportes, medios de comunicación, servicios financieros, entre otros. De las 3.200 empresas listadas, unas 335 son compañías no americanas radicadas en 35 países y pertenecientes a una amplia variedad de sectores e industrias.

Este mercado fue fundado en 1971 por la *National Association of Securities Dealers* (NASD), que luego de un proceso de reorganización societaria se convirtió en el *NASDAQ Stock Market*, una firma con fines de lucro y cotización pública a partir del año 2000. Luego, en el año 2007, mediante un acuerdo con la Bolsa de Dubai, el NASDAQ adquirió la sociedad sueca OMX (propietaria de la bolsa de Estocolmo), convirtiéndose en el *NASDAQ OMX Group*.

Palabras claves

OTC (*over the counter*)
Pink Sheets
operadores especializados
London Stock Exchange

La negociación en este mercado se desarrolla a través de una compleja red de comunicaciones electrónicas que permite el acceso remoto a los operadores de 50 países y 6 continentes, es decir que no existe un recinto físico de operaciones.

El Mercado Extrabursátil u OTC (Over the Counter) en los Estados Unidos se realiza a través de intermediarios autorizados por la SEC, que usan los servicios provistos por:

OTC Bulletin Board (OTCBB): se trata de un servicio de cotizaciones en tiempo real de operaciones realizadas en el mercado extrabursátil u OTC. En este ámbito se pueden negociar acciones de empresas regionales y nacionales norteamericanas, empresas extranjeras, *warrants y American Depositary Receipts* (ADRs). Las operaciones se efectúan mediante plataformas electrónicas de negociación a las que acceden los operadores suscriptos a este servicio.

Pink Sheets: similar al anterior, es un servicio que publica de modo centralizado las cotizaciones de las acciones operadas en los distintos mercados OTC. La actividad se desarrolla a través de **operadores especializados** (denominados "*market makers*"), que deben ser miembros del NASDAQ para poder pueden operar en las *Pink Sheets*.

Europa

Hasta buena parte del siglo XVIII, la cuidad de Londres fue considerada el centro financiero no sólo de Europa sino del resto del mundo. Si bien su importancia se ha mantenido en el tiempo, ha disminuido a medida que fueron surgiendo otros mercados y bolsas. Luego de la unificación monetaria, en el año 1999, varias plazas bursátiles de esta región han ganado un rol preponderante en la negociación.

La Bolsa de Londres (London Stock Exchange, LSE) los inicios de este mercado se remontan al año 1773. Dos siglos más tarde, en 1973, las operaciones que se efectuaban en varias bolsas regionales se unificaron formando la Bolsa de Gran Bretaña e Irlanda, luego rebautizada como Bolsa de Londres. Recientemente, en el año 2007, la *London Stock Exchange* se fusionó con la Bolsa Italiana (Borsa Italiana S.p.A.) creando una de las plataformas de negociación de acciones más importantes de Europa. De acuerdo a los datos disponibles al 30 de septiembre de 2008, unas 3.118 empresas de unos 60 países estaban autorizadas a cotizar, convirtiéndola en una de las bolsas con mayor cobertura a nivel internacional.

Palabras claves

Deutsche Börse Group
Euronext N.V.
BME
Latibex

La Bolsa de Frankfurt (Deutsche Börse Group) es una de las más importantes y antiguas del continente (sus orígenes se remontan al año 1585). Desde que en 1999 se completara el proceso de Unión Monetaria Europea (UME), la ciudad de Frankfurt se ha convertido en la sede del Banco Central Europeo (BCE) cobrando un gran impulso y constituyéndose en el principal centro financiero de la eurozona. En el año 2001, esta bolsa se convirtió en una compañía con cotización pública de sus acciones, conformando el *Deutsche Börse Group*. Cuenta con una de las plataformas electrónicas de negociación (Xetra) más avanzadas e integradas a nivel mundial para las cerca de 9.900 compañías listadas. Esta nueva sociedad provee además los servicios de compensación de valores a través de su subsidiaria *Clearstream* y opera uno de los mercados de derivados más importantes a nivel mundial: el *Eurex*, administrado conjuntamente por la *Deutsche Borse AG* y el *SIX Swiss Exchange*.

Euronext N.V. buscando aprovechar y maximizar las ventajas logradas a partir de la estandarización de normas comunes para los mercados financieros pertenecientes a la UME, en septiembre del año 2000, se forma esta nueva sociedad como resultado de la fusión de las bolsas de París, Bruselas y Amsterdam. Luego, en el año 2002, se fusiona con las bolsas portuguesas de Lisboa y Porto (BVLP) creando una nueva sociedad denominada Euronext Lisboa. Finalmente, tal como describimos anteriormente, en el año 2007 se fusiona con el *NYSE Group* creando uno de los mercados bursátiles más grandes del mundo: el *NYSE Euronext Group*.

Bolsas y Mercados Españoles (BME) es la sociedad que integra a los mercados de valores y sistemas financieros en España. Está constituido por las bolsas de Barcelona, Bilbao, Madrid, Valencia y la sociedad depositaria de valores Iberclear. Además, estas cuatro bolsas, de forma compartida con diferentes bolsas latinoamericanas, gestionan el sistema organizado de negociación **Latibex**: el mercado de valores latinoamericanos en euros que nació en el año 1999. Latibex permite canalizar las inversiones europeas hacia Latinoamérica, pues posibilita que los inversores de este continente puedan comprar y vender las principales empresas latinoamericanas. Al mismo tiempo, es una fuente alternativa de financiamiento para las principales empresas de América Latina.

Palabras claves

TSE
mercados emergentes
período de transición
potencial de crecimiento

Japón

La Bolsa de Tokio (*Tokio Stock Exchange, TSE*) es la más importante en el este asiático y una de las más relevantes del mundo por su volumen de negocios. Desde su fundación –en el año 1878–, atravesó diferentes procesos, en especial durante la Segunda Guerra Mundial– cuando en 1943–, fue unificada junto con otras 10 bolsas dando origen a una bolsa de carácter cuasipúblico. En 1945 fueron suspendidas todas las transacciones y luego, en mayo de 1949, se reiniciaron las sesiones en la sede actual de la Bolsa de Tokio. Desde el año 2001, se convirtió en una sociedad con cotización pública de sus acciones, denominada *Tokyo Stock Exchange Inc.*

Mercados Emergentes

El término "**mercados emergentes**", que fue acuñado por primera vez en 1980 por el economista del Banco Mundial (*World Bank*) Antoine van Agtmael, es muchas veces utilizado como sinónimo de "economías emergentes". Estas últimas representan a países que se encuentran en un **período de transición** entre el estatus de país en desarrollo y país desarrollado. Representan a un conjunto de economías con un tamaño e importancia inferior al de los principales países del mundo, pero con un gran **potencial de crecimiento**. Esto hace que sus mercados de capitales atraigan el interés de los inversores internacionales, al tiempo que suelen ser considerados más riesgosos, pues cambios políticos, económicos y monetarios de importancia suelen ocurrir con cierta frecuencia.

Dada la diversidad de países que abarca esta categorización de "mercados emergentes", el banco de inversión norteamericano *Morgan Stanley* creó, en el año 1987, un índice compuesto por las acciones más representativas de estos países. De este modo, los inversores pueden monitorear el desempeño global de esta amplia variedad de activos a través de un índice accionario conocido como *MSCI Emerging Markets Index*. Su metodología pondera el valor de la capitalización bursátil de cada país ajustado por su correspondiente *free float*[2], e incluye en la actualidad a unos 23 países, entre los cuales se encuentra Argentina.

[2] Definido como el porcentaje del capital social de una compañía que está disponible para ser negociado diariamente en la respectiva bolsa o mercado. Es decir, es la parte del capital social que no está en manos del grupo controlante.

Los "nuevos mercados emergentes": BRIC

En los últimos años, ha surgido una nueva categoría dentro de los mercados emergentes. En los principales centros financieros del mundo se utiliza la sigla ***BRIC*** para referirse conjuntamente a las economías de ***Brasil, Rusia, India y China***. Esta expresión fue utilizada por primera vez en el año 2003 en un informe del banco de inversión *Goldman Sachs*. En este documento se estimaba que estos países tendrían una alta tasa de crecimiento en el largo plazo, lo cual les permitiría en el año 2050 pertenecer al conjunto de las economías más ricas del mundo. Estas favorables perspectivas de crecimiento se basan en su numerosa población, su ubicación estratégica y la posesión de importantes y valiosos recursos naturales.

Palabras claves

BRIC
BM&F Bovespa

América Latina

La Bolsa de Valores y Mercancías de San Pablo (BM&F Bovespa) sus inicios se remontan al año 1890, y es considerada una de las más grandes de América Latina, ya que concentra una gran porción del volumen negociado en acciones de la región. Desde el año 2000, el sistema de negociación es completamente electrónico, aunque el recinto físico de operaciones se sigue utilizando para la negociación de los contratos de futuros sobre bienes y metales preciosos. Luego del proceso de desmutualización de la bolsa de San Pablo, en 2007, se convirtió en una sociedad con cotización pública de sus acciones denominada *Bovespa Holding*. Similar proceso se verificó en la Bolsa de Mercancías y Futuros (BM&F), que se transformó en el mismo año en BM&F S.A. Estos cambios derivaron, en mayo de 2008, en la fusión de ambas sociedades, dando origen a una nueva entidad que se convirtió en uno de los principales ámbitos de negociación a nivel mundial : la BM&F Bovespa. En el mismo año, por medio de un acuerdo de intercambio de acciones con la bolsa de futuros de Chicago (*CME Group*), la BM&F Bovespa pasó a tener cerca del 2% en el capital de CME Group, y este último un 5% en el capital de la BM&F Bovespa. Al 30 de diciembre de 2008, unas 392 compañías estaban listadas en esta bolsa, con un valor de capitalización bursátil de U$S588.490 millones.

Palabras claves

BMV S.A.B
RTS
Shangai Stock Exchange

La **Bolsa Mexicana de Valores (BMV S.A.B.)** cuyos orígenes se remontan al año 1908, constituye uno de los centros de negociación más importantes de la región. Siguiendo las tendencias mundiales y los cambios que se han dado en la legislación de este país, en el año 2008 la BMV concluyó con el proceso de desmutualización, convirtiéndose en una sociedad con cotización pública de sus acciones. De acuerdo a la última información disponible, al 31 de diciembre de 2008, unas 125 compañías estaban listadas en esta bolsa con un valor de capitalización bursátil cercano a los U$S237.900 millones.

Europa del Este

Luego de la caída de la Unión Socialista de Repúblicas Soviéticas (U.R.S.S.), que implicó no sólo cambios políticos y sociales de magnitud sino también cambios en la forma de organización económica, surge, en 1995, el mercado de valores ruso. En aquel año se establece el ***Russian Trading System Stock Exchange*** (*RTS Stock Exchange*), con el objetivo de consolidar y unificar los distintos centros de contratación de valores que existían a lo largo de la nueva Federación Rusa. En este mercado, originalmente concebido e ideado siguiendo la experiencia del NASDAQ, se negocian tanto acciones como contratos de futuros de *commodities*. Al 31 de diciembre de 2008, el valor de la capitalización bursátil de las acciones listadas sumaba unos U$S375.000 millones.

Asia

El rápido y vigoroso proceso de crecimiento, particularmente en los últimos 15 años, que ha experimentado China ha convertido a su bolsa en una de las más relevantes de este continente y del mundo. La principal bolsa de valores de China es la **Bolsa de Valores de Shangai** (*Shangai Stock Exchange*), cuyos orígenes se remontan a fines del siglo XIX. Durante este siglo tuvo largas décadas de inactividad (desde el año 1949), hasta que fue reabierta en noviembre de 1990 como una sociedad sin fines de lucro administrada directamente por la Comisión Reguladora de Valores China (*China Securities Regulatory Comission*, CSRC). Al 31 de diciembre de 2007 (última información disponible) estaban listadas en esta bolsa unas 860 compañías con un valor de capitalización bursátil cercano a los U$S3.700 millones.

Palabras claves

Bombay Stock Exchange

La **Bolsa de Valores de Bombay** (*Bombay Stock Exchange, BSE*), creada en 1875 en la India, es una de las bolsas más antiguas de la región, con más de 133 años de existencia. Al igual que la bolsa de Shangai ha mostrado un gran dinamismo en los últimos años, dada las extraordinarias tasas de crecimiento de este país y su ascendente importancia en los mercados de exportación mundiales. Al 31 de diciembre de 2007, más de 4.700 empresas estaban listadas en esta bolsa, con un valor de capitalización bursátil cercano a los U$S1.800 millones.

¿Cómo se puede invertir en valores negociables del exterior?

A través de los Agentes y Sociedades de Bolsa del Merval, se pueden comprar y vender acciones, títulos públicos o privados y otros valores negociables que cotizan en los mercados internacionales[3] que son autorizados por la Comisión Nacional de Valores, en función de los acuerdos de entendimiento y asistencia recíproca firmados con los respectivos organismos de control.

De este modo, los inversores argentinos pueden acceder a los instrumentos que cotizan en las bolsas y mercados de valores vistos a lo largo de este capítulo, tales como: NYSE Euronext, NASDAQ, Deutsche Börse, London Stock Exchange, entre otros. Adquiridos los valores negociables en el exterior, el intermediario solicita la transferencia a la cuenta comitente del inversor en la Caja de Valores, para su depósito y custodia.

Es importante aclarar que, estas operaciones, no cuentan con la garantía de liquidación del Merval, la cual sólo se aplica a las transacciones con los instrumentos autorizados a cotizar en la BCBA.

Antes de finalizar este capítulo, mencionaremos dos vehículos de inversión disponibles en los mercados internacionales de capitales que han mostrado un gran crecimiento en su negociación en los últimos años:

[3] Circular 3436 emitida el 4 de enero de 2000 por el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.

Palabras claves

ETFs
ETNs

- ***Exchange Traded Funds (ETFs)***: si bien estos instrumentos se desarrollaron a principios de la década del noventa, tanto en el mercado americano como europeo, su gran crecimiento es un fenómeno relativamente reciente. Los *ETFs* son fondos de inversión negociables que permiten replicar, con un alto grado de aproximación, la evolución de los distintos índices accionarios (como por ejemplo: Dow Jones, S&P 500, NASDAQ, entre otros) o de sectores específicos de la economía (tecnología, energía o comunicación), o de las principales empresas cotizantes de algunos países (Estados Unidos, Japón, Brasil, entre otros). Una vez creados, las participaciones en el fondo pueden ser compradas y vendidas diariamente en el mercado secundario en cualquier momento de la rueda de operaciones[4], permitiendo al inversor diversificar su portafolio, reducir los costos de transacción y conservar al mismo tiempo un alto grado de liquidez.

- ***Exchange Traded Notes (ETNs)***: son instrumentos creados más recientemente que los ETFs y, al igual que estos, buscan replicar el rendimiento de un índice de referencia. Sin embargo, no representan canastas de bonos o acciones, sino un título de deuda cuyo rendimiento se determina en función de un índice de mercado. El primero de los *ETN* fue emitido por el banco inglés *Barclays PLC* con el objetivo de combinar las características propias de los títulos de deuda y de los *ETF*.

Para concluir, en el anexo a este capítulo se enumeran los sitios web de las principales bolsas y mercados de valores internacionales vistos anteriormente.

[4] A diferencia de un fondo común de inversión abierto (FCI), en el que las compras (suscripciones) y ventas (rescates) se efectúan con posterioridad al cierre de los mercados y a través de la sociedad gerente que lo administra y gestiona.

Anexo III

SITIOS WEB de las bolsas y mercados mencionados

New York Stock Exchange: www.nyse.com

NYSE Euronext: www.euronext.com

Nasdaq Stock Market: www.nasdaq.com

OTC Bulletin Board (OTCBB): www.otcbb.com

Pink Sheets: www.pinksheets.com

London Stock Exchange: www.londonstockexchange.com

Frankfurt Stock Exchange: www.deutsche-boerse.com

Bolsas y Mercados Españoles (BME): www.bolsasymercados.es

Latibex: www.latibex.com/esp/home.htm

Tokio Stock Exchange (TSE): www.tse.or.jp

MSCI Emerging Markets Index: www.mscibarra.com

Bolsa de Valores, Mercancías y Futuros de San Pablo

(BM&F Bovespa): www.bovespa.com.br

Bolsa Mexicana de Valores S.A.B.: www.bmv.com.mx

Russian Trading System Stock Exchange (RTS Stock Exchange): www.rts.ru

Shangai Stock Exchange: www.sse.com.cn

Bombay Stock Exchange Limited (BSE): www.bseindia.com

Capítulo 11

Instituciones de los mercados internacionales

En este capítulo presentamos a las principales instituciones que, con distintos roles y características, desempeñan un importante papel en la actividad que se desarrolla en los mercados internacionales de capitales. Si bien muchas de ellas cumplen múltiples propósitos, optamos por clasificarlas según la función principal que desempeñan en su ámbito de influencia.

En primer lugar, describimos a aquellas que participan y/o colaboran en el diseño e implementación de normas de regulación de alcance global. En segundo lugar, mencionamos a las que tienen como principal objetivo fomentar la cooperación e integración entre las distintas bolsas y mercados, como así también entre sus intermediarios y participantes. Más adelante, nos ocupamos de las entidades de depósito, custodia y compensación de valores que, como vimos en capítulos previos, desempeñan un importante papel en todas las transacciones que se desarrollan tanto en el ámbito bursátil como extrabursátil.

Palabras claves

IOSCO
Principios IOSCO
estándares de regulación internacional

Organismos y Entidades de regulación

International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

La Organización Internacional de Comisiones de Valores fue creada en 1983 por once agencias nacionales de regulación de sus respectivos mercados de valores, pertenecientes a las regiones de América del Norte y del Sur. Un año más tarde, se sumaron los primeros reguladores de países fuera de estas regiones (Francia, Indonesia, Corea y Gran Bretaña). Actualmente, la **IOSCO** es reconocida como la entidad internacional que fija estándares comunes para los distintos mercados de valores, y bajo su órbita se encuentra cerca del 90% de los mercados actualmente autorizados a funcionar. Los 188 miembros de esta importante institución de cooperación internacional se agrupan en tres categorías: ordinarios, asociados y afiliados, de acuerdo a su poder de voto y a si son elegibles o no para pertenecer al Comité Ejecutivo y a la Presidencia de la institución. Todos los años, se realizan asambleas en las que participan todos sus miembros, los cuales persiguen ciertos objetivos en común:

- Promover altos patrones de regulación para mantener mercados justos, sólidos y eficientes.
- Impulsar el desarrollo de los mercados domésticos a través del intercambio de información sobre las distintas experiencias de sus miembros.
- Unificar esfuerzos para establecer una supervisión eficiente de las transacciones internacionales de valores.
- Proveer asistencia mutua para promover la integridad de los mercados mediante la rigurosa aplicación de las pautas y normas comúnmente establecidas.

En el año 1998, esta entidad adoptó un detallado conjunto de objetivos y principios de regulación de los mercados (los "**Principios IOSCO**"), que son reconocidos en la actualidad como los **estándares de regulación internacional** para todos los mercados de valores.

Recientemente, en el año 2003, se publicó una detallada metodología que permite a sus miembros evaluar el nivel de implementación de tales principios en cada jurisdicción y desarrollar los planes de acción necesarios para corregir las deficiencias detectadas.

Por último, en el año 2005, la IOSCO dictó un memorando de entendimiento (IOSCO MOU), diseñado con el fin de facilitar a nivel internacional la efectiva aplicación de sus normas y el intercambio de información entre la comunidad internacional de reguladores. Se establecieron, además, claros objetivos estratégicos para expandir el número de países adheridos al IOSCO MOU para el año 2010.

Palabras claves

CESR

Committee of European Securities Regulators (CESR)

Como parte del proceso de integración monetaria llevado adelante tiempo atrás por varios países europeos, en mayo de 1999, la Comisión Europea (*European Commission*[1]) puso en marcha el Plan de Acción de Servicios Financieros (*Financial Services Action Plan*), con el objetivo de establecer un mercado de capitales integrado para abril de 2004.

En el marco de este plan, en junio de 2001, se creó el Comité Europeo de Reguladores de Valores (*Committee of European Securities Regulators -CESR*). Esta entidad, que reporta todas sus actividades a la Comisión Europea, tiene por principales funciones:

- Mejorar la coordinación entre los reguladores de los mercados de valores.
- Actuar como miembro consultivo y asistir a la Comisión Europea (CE).
- Trabajar para asegurar la implementación común y uniforme de la legislación de la CE por sus estados miembros.

El Comité se reúne al menos cuatro veces al año, junto a expertos y grupos de trabajo de sus países miembros, e interactúa a distancia en caso de ser necesario. La actividad cotidiana del CESR cuenta con el apoyo de un secretariado que tiene sede en la ciudad de París y es dirigido por un secretario general. Esta entidad envía su reporte anual a las máximas autoridades políticas y ejecutivas que surgieron del proceso de unificación e integración europeo: la Comisión Europea, el Parlamento Europeo y el Consejo Europeo.

[1] La Comisión Europea es el brazo ejecutivo de la Unión Europea (UE) y es la responsable, entre otras funciones, de proponer legislación, implementar decisiones y directrices, mantener los tratados firmados por sus miembros y todas aquellas actividades que hacen al funcionamiento operativo diario de la UE.

Palabras claves

BIS

Bank for International Settlements (BIS)

El Banco Internacional de Pagos (**BIS**) es la institución financiera internacional más antigua de todas las mencionadas en este capítulo. Creada en el año 1930, tiene su sede en la cuidad de Basilea, Suiza, y su principal objetivo es fomentar la cooperación internacional entre los bancos centrales miembros.

El BIS no recibe depósitos ni presta servicios financieros a individuos o instituciones privadas, sus "clientes" son los propios bancos centrales y las instituciones internacionales (como por ejemplo el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional). Sus principales objetivos son los de promover y vigilar la cooperación monetaria y financiera internacional, al tiempo que sirve además como el "banco de los bancos centrales". Con el fin de cumplir estos objetivos, existe una serie de comités que se reúnen periódicamente con el fin de realizar análisis y recomendaciones. Estos grupos de trabajo, integrados por los representantes de sus más de 90 países miembros, conforman los siguientes comités:

- The *Basel Committee on Banking Supervision* (Comite de Basilea de Supervisión Bancaria)
- The *Committee on the Global Financial System* (Comité de Sistema Financiero Global)
- The *Committee on Payment and Settlement Systems* (Comité de Sistemas de Pago y Compensación)
- *The Markets Committee* (Comité de Mercados)
- *The Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics* (Comité de Estadísticas de Bancos Centrales Irving Fisher).

Como acabamos de ver, si bien esta institución no tiene potestad regulatoria alguna sobre la actividad de los mercados de capitales, indirectamente contribuye a mejorar su funcionamiento y promover su estabilidad mediante las recomendaciones y directivas que emanan de los comités de mercados y del sistema financiero global.

Federaciones y Asociaciones para la cooperación e integración de los mercados

Palabras claves

WFE
FIAB

World Federation of Exchanges (WFE)

Los orígenes de esta entidad se remontan al año 1961, cuando luego de cuatro años de cooperación informal entre distintas bolsas de valores europeas reunidas en la ciudad de París, el trabajo conjunto fue institucionalizado bajo el nombre de *Federation Internationale des Bourses de Valeurs* (Federación Internacional de Bolsas de Valores). Con el tiempo, la Federación creció y sumó miembros pertenecientes a los mercados de derivados, cámaras de compensación, pago y otras instituciones financieras. En 2001, la Asamblea General decidió cambiar el nombre de la institución a la actual *World Federation of Exchanges* (WFE).

Actualmente, sus miembros son unos 51 mercados regulados de todo el mundo, que en conjunto representan más del 97% de la capitalización mundial de los mercados de valores, y tienen listadas 46.000 empresas.

La WFE realiza en forma regular encuentros, asambleas generales y conferencias. El objetivo de estas actividades es proveer una plataforma mundial donde los profesionales del mercado puedan discutir temas de interés común, así como identificar problemas y proponer soluciones que permitan elevar la eficiencia de los mercados regulados. A su vez, promueve las relaciones de cooperación entre las autoridades de supervisión y regulación de los distintos mercados. En su sitio de Internet se puede acceder a valiosa información histórica sobre las estadísticas clave de cada uno de sus miembros.

Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB)

Esta institución agrupa a las principales bolsas y mercados de países latinoamericanos como así también a las bolsas de España y Portugal. Su principal misión es "fomentar la colaboración entre sus miembros, a fin de promover el desarrollo y perfeccionamiento de sus respectivos mercados de valores e instrumentos financieros, en el mejor interés de todos los participantes de los mismos".

Simultáneamente, procura homogeneizar la normativa referente al funcionamiento de los mercados financieros y de valores, para lo cual busca la cooperación de las entidades nacionales e internacionales con competencias legislativas, reglamentarias o de cualquier índole en ese ámbito.

Palabras claves

ISDA
ISDA Master Agreement
FIA

A su vez, promueve la integración de los mercados bursátiles pertenecientes a la Federación, propiciando la interactividad entre las instituciones que la componen, así como la libre circulación de valores e instrumentos financieros emitidos en cualquiera de los países miembros. Por otra parte, la FIAB también alienta normas y procedimientos que aseguren la solvencia, idoneidad, legitimidad e información transparente a todos aquellos que invierten sus ahorros a través de las Bolsas de Valores.

En su sitio web se publican informes estadísticos anuales y mensuales con valiosos datos de mercado de las bolsas y mercados miembros. Posee además un centro de documentación que tiene por fin recopilar, analizar, almacenar y difundir la información provista por sus respectivos miembros.

International Swaps and Derivates Association (ISDA)

Constituida en el año 1985, cuenta en la actualidad con más de 820 miembros de unos 57 países de 6 continentes. Se trata de una asociación que reúne a las mayores instituciones financieras que a nivel mundial realizan diariamente operaciones en el mercado extrabursátil de derivados. También forman parte de esta institución empresas, entidades gubernamentales y otros usuarios que utilizan los mercados derivados para cubrir los riesgos financieros relacionados con sus actividades.

El objetivo de esta institución estuvo siempre orientado a identificar y reducir las fuentes de riesgos en los negocios y en los mercados de derivados. Con ese fin, la ISDA promueve prácticas sanas de administración del riesgo, proporciona ayuda en el entendimiento y tratamiento de los contratos de derivados y en la administración de riesgos, y constituye un foro de discusión y análisis.

Una de sus principales publicaciones, el *ISDA Master Agreement*, cubre un amplio rango de documentos legales relacionados con los distintos tipos de contratos y transacciones que se ejecutan a diario en el mercado internacional extrabursátil de derivados.

Futures Industry Association (FIA)

Creada en 1955 en la cuidad de Nueva York, y bautizada luego como *Futures Industry Association* en 1978, reúne a las principales instituciones financieras que participan en los mercados de futuros. En la actualidad cuenta con más de 250 miembros distribuidos en dos categorías: miembros regulares (comisiones de intermediarios de futuros) y miembros asociados (bancos, cámaras de compensación, firmas legales y contables, consultores, proveedores de información, operadores y otros usuarios de los mercados de futuros).

Palabras claves

EMTA

En términos generales, la FIA busca promover el desarrollo de los mercados de futuros y opciones internacionales. En términos más específicos, esta institución provee un ámbito para la discusión, facilita las operaciones transfronterizas, monitorea y promueve la aplicación de regulaciones internacionales, como así también la estandarización de prácticas y políticas en los diversos mercados. En el sitio web de la institución se pueden consultar los proyectos en los que la FIA se encuentra trabajando y gran cantidad de estadísticas del mercado de derivados.

Emerging Markets Traders Associations (EMTA)

Esta institución fue creada en el año 1990 como consecuencia de las importantes oportunidades para ejecutar operaciones de inversión que se presentaron a partir de la reestructuración de la deuda externa mexicana y de la venezolana lograda a partir del Plan Brady.

Luego del proceso de reestructuración de deudas de los países emergentes, y su consecuente ingreso en los mercados de capitales locales e internacionales, los títulos Bradys han sido reemplazados por una gran variedad de instrumentos, tales como los Eurobonos y otros productos financieros. En consecuencia, las actividades de la EMTA se han ido actualizando con el objetivo de satisfacer las nuevas necesidades de los participantes del mercado.

El principal objetivo de esta institución es promover el desarrollo ordenado, eficiente y transparente de los mercados de bonos de países emergentes. Provee además un foro de discusión para que los participantes puedan identificar y proponer alternativas relacionadas con la negociación en estos mercados, de modo de alcanzar ciertos consensos y así lograr superar las dificultades que se identifiquen.

En su sitio web puede encontrarse información sobre una gran cantidad de reuniones y seminarios internacionales que la institución patrocina, como así también de los nuevos desarrollos y herramientas de mercado, y otras noticias relacionadas con los proyectos y actividades de esta entidad.

Palabras claves

ACSDA
CCP12

Instituciones de depósito, custodia y compensación de valores

Americas' Central Securities Depositories (ACSDA)

La Asociación de Depositarias Centrales de Valores de América (ACSDA) es una entidad sin fines de lucro, creada en agosto de 1999 y con sede en la ciudad de Lima, constituida por las entidades de depósitos de valores y cámaras de compensación del continente americano.

Su propósito es ser "una instancia donde poder compartir información y experiencias entre sus miembros en un espíritu de mutua cooperación, desarrollar trabajos y promover recomendaciones de mejores prácticas en servicios tales como depósito de valores, compensación, liquidación, eficiencia y manejo de los riesgos, así como asistir en la adecuación de las regulaciones de los mercados de valores, considerando las particularidades de cada uno de ellos y servir como canal de diálogo con otras organizaciones a nivel mundial".

Se puede acceder a través de su sitio web a diversas publicaciones de los distintos comités que conforman esta institución (Legal, Auditoría y Riesgos, Vínculos Transfronterizos) y a los informes publicados por esta institución, como así también a información sobre los eventos que realiza (asambleas, seminarios, etc.).

Global Association of Central Counterparties (CCP12)

Constituida en 2001, la **CCP12** es una asociación formada por 23 de las más importantes cámaras compensadoras de contrapartes centrales (CCPs) de Europa, Asia y el continente americano. La misión de CCP12 es compartir información, apoyar el desarrollo de las normas de la actividad y actuar como nexo con las entidades regulatorias, los grupos industriales y los usuarios del mercado mundial, con el objeto de fomentar el diálogo sobre las áreas de interés y preocupación mutuas y de promover las mejores prácticas relacionadas con la administración de riesgo de las contrapartes centrales.

En su reunión plenaria del 18 de septiembre de 2009, celebrada en la ciudad de Hong Kong, la CCP12 incorporó al Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval) y a *ICE Clear Europe* como nuevos miembros de la institución.

Euroclear

Palabras claves

Euroclear
Clearstream
The Depositary Trust and Clearing Corporation (DTCC)

Se trata de una entidad privada que participa, como un actor muy relevante, en el proceso de liquidación a nivel mundial de activos domésticos e internacionales, incluyendo deuda, acciones, fondos de inversión e instrumentos del mercado de dinero. Cumple además funciones de depositaria central internacional de valores y provee sus servicios de seguridad de valores a más de 2.000 instituciones financieras localizadas en más de ochenta países. Asimismo, actúa como depositaria central de valores para los mercados de Bélgica, Finlandia, Francia, Holanda, Suecia, Irlanda y Reino Unido.

Para tener una idea del rol central que cumple esta entidad, mencionemos que el valor de las transacciones que liquida alcanza los €560 billones por año, en tanto que el valor de los activos que custodia suma más de €18 billones.

Clearstream

Al igual que la anterior, se trata de una entidad privada que fue creada en enero de 2000 a partir de la fusión entre *Cedel International y Deutsche Börse Clearing*[2], cuya integración definitiva se completó en julio del año 2002.

Es la principal institución europea de servicios de compensación y liquidación de valores. Provee además la administración y custodia de los valores que son propiedad de sus clientes, por lo que también funciona como entidad de depósito. Mantiene vínculos con más de 2.500 clientes en alrededor de 110 países que tienen depositados en esta entidad cerca de 300.000 bonos domésticos e internacionales, acciones y fondos de inversión.

The Depositary Trust and Clearing Corporation (DTCC)

Esta entidad es de origen norteamericano y fue establecida en 1973. Surgió como una respuesta a la creciente necesidad, observada a fines de la década del ´60 y principios de los ´70, de intercambiar y custodiar los certificados de valores físicos, guardándolos en una locación centralizada, y de asentar los correspondientes cambios en la propiedad utilizando métodos de registro de cuentas.

[2] La institución de compensación de la bolsa de Alemania.

A través de sus diversas compañías subsidiarias, provee servicios de compensación y liquidación de valores para acciones, bonos corporativos y municipales, bonos del gobierno americano, como así también de los títulos respaldados por hipotecas, instrumentos del mercado de dinero y de derivados extrabursátiles.

DTCC es miembro del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) y es una compañía regida bajo la ley bancaria del estado de Nueva York, registrada como agencia de compensación en la *Securities and Exchange Comisión* (SEC). Provee además los servicios de custodia y de agente de pago para unos 3,5 millones de instrumentos norteamericanos y de otros 110 países, valuados en unos U$S28 billones.

Antes de finalizar este capítulo, es importante destacar que Caja de Valores S.A., entidad de depósito y custodia en nuestro país, se encuentra en permanente contacto con las principales centrales depositarias del mundo, intercambiando experiencias y desarrollando pautas de acción recíprocas que impulsen el crecimiento de las operaciones a nivel global y en los ámbitos locales.

En este sentido, y a efectos de que los inversores locales puedan mantener en custodia valores negociables emitidos internacionalmente, Caja de Valores posee cuentas en las siguientes depositarias: *Clearstream, Euroclear, Iberclear* y en *The Depositary Trust and Clearing Corporation (DTCC)*.

En el caso de Iberclear, depositaria central de valores del mercado español, tiene una cuenta abierta como Depositante de Caja de Valores S.A., lo cual permite que inversores españoles puedan tener depositados en esa institución valores negociables argentinos.

Asimismo, están habilitadas las cuentas recíprocas con Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC - Brasil), para que inversores de ambos países puedan realizar operaciones con valores negociables en las bolsas de Buenos Aires y San Pablo.

Por último, Caja de Valores es miembro del comité ejecutivo de la *America´s Central Securities Depositories Association* (ACSDA)[3] integrando además el comité legal y el grupo de trabajo sobre eventos corporativos.

[3] Por sus funciones de liquidación y compensación también el Merval es miembro de ACSDA.

Anexo IV

SITIOS WEB de las instituciones mencionadas en este capítulo

International Organization of Securities Commissions (IOSCO): www.iosco.org

Committee of European Securities Regulators (CESR): www.cesr.eu

Bank for International Settlements (BIS): www.bis.org

World Federation of Exchanges (WFE): www.world-exchanges.org

Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB): www.fiabnet.org

International Swaps and Derivates Association (ISDA): www.isda.org

Futures Industry Association (FIA): www.futuresindustry.org

Emerging Markets Traders Associations (EMTA): www.emta.org

Americas' Central Securities Depositories (ACSDA): www.acsda.org

Global Association of Central Counterparties (CCP12): www.ccp12.org

Euroclear: www.euroclear.com

Clearstream: www.clearstream.com

The Depositary Trust & Clearing Corporation (DTCC): www.dtcc.com

Capítulo 12

Análisis de acciones

La inversión en acciones es uno de los temas más analizados del entorno bursátil, y para muchos, un área reservada sólo para expertos.

En este capítulo repasaremos el concepto de acciones y los cálculos de rentabilidad y riesgo.

En primer lugar repasaremos el concepto de acciones, cálculo de la rentabilidad y riesgo. Luego, describiremos los principales indicadores del mercado accionario y los métodos de valuación de acciones utilizados para la toma de decisiones de inversión.

Palabras claves

dividendos en efectivos
dividendos en acciones
ganancia de capital

La rentabilidad de la inversión en acciones

Como vimos en los capítulos previos, las acciones son valores negociables que representan la mínima expresión del capital social de una empresa, cuya forma jurídica es la de una sociedad comercial por acciones. En nuestro caso, el análisis se limitará a las sociedades que realizan oferta pública de sus acciones en el mercado bursátil[1].

De este modo, cualquier inversor que compra acciones de una empresa se transforma en socio de la misma, adquiriendo al mismo tiempo una serie de derechos y obligaciones.

Uno de los derechos de los inversores es el de recibir, cuando la asamblea de accionistas así lo decide, la distribución de las ganancias obtenidas por la empresa, las cuales pueden ser repartidas bajo la forma de **dividendos en efectivo** o **dividendos en acciones**. En el primer caso, el pago se realiza en efectivo, mientras que en el segundo las ganancias pasan a formar parte del capital social de la empresa, recibiendo los accionistas nuevas acciones en proporción con su tenencia al momento previo de la distribución.

Al decidir comprar una acción, el inversor comparará el precio con el flujo de fondos que espera recibir, para calcular así la potencial rentabilidad de la inversión. ¿Cuáles son esos flujos de fondos?

Tradicionalmente, las fuentes de efectivo o fuentes de rentabilidad de una inversión en acciones son las siguientes:

a) Las ganancias de capital

b) Los dividendos en efectivo.

Las primeras hacen referencia a la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta. Si la venta se efectúa a un precio superior al de compra, se obtiene una **ganancia de capital**.

La segunda fuente de flujos de fondos para el tenedor de una acción son los dividendos en efectivo que recibe por las ganancias obtenidas por la empresa y que deciden distribuirse.

Finalmente, antes de pasar al cálculo de rentabilidad, debemos considerar un aspecto técnico relacionado con el efecto que tiene el pago de dividendos sobre la exposición de los precios de mercado.

[1] En el caso del mercado argentino, las empresas cuyas acciones se negocian en el mercado bursátil están constituidas bajo la forma de sociedades anónimas, según lo establecido por la Ley 19.550.

El precio "ex-dividendo" y el cálculo de la rentabilidad

Palabras claves

precio "ex-cupón"
precios ajustados

Cuando las acciones pagan dividendos se produce un "ajuste técnico" en su precio de mercado, que en el ámbito bursátil se denomina "corte de cupón"[2], cálculo del **precio "ex-cupón"**, "ex–dividendo" o "ex-derecho".

El ajuste del precio por dividendos se efectúa 72 horas hábiles bursátiles antes de la fecha de pago informada por la empresa a la BCBA. Ese día, antes de que comience la rueda bursátil, aparece corregido el precio de cierre del día anterior. Por lo tanto, el último día para comprar la acción y tener el derecho a recibir el dividendo será el día anterior al cálculo del precio "ex-dividendo"(denominada fecha de registro).

De esto se desprende que para calcular variaciones de precios deben utilizarse precios ajustados por dividendos[3]. En caso contrario, pueden subestimarse las subas o sobrestimarse las caídas.

Así, considerando los **precios ajustados**, se puede calcular el rendimiento de una inversión en acciones mediante la fórmula:

$$Rendimiento = \frac{Precio\ de\ Venta - Precio\ de\ Compra}{Precio\ de\ Compra}$$

Finalmente, es importante destacar que el ajuste técnico realizado a los precios no afecta el valor de las tenencias del inversor: mientras que antes del pago del dividendo las acciones tenían un valor más alto, luego del corte tendrán un valor menor que es compensado por dinero en efectivo (o por más acciones si el dividendo distribuido es en acciones).

El impacto de los eventos corporativos

Existen otros eventos corporativos que derivan en la necesidad de realizar el cálculo de precios "ex-derecho".

A continuación se mencionan algunos de los principales:

[2] Antiguamente, las acciones eran un papel al portador, con pequeños pedazos troquelados en sus bordes que se denominaban cupones. Cada vez que un accionista quería cobrar un dividendo, debía separar el cupón del cuerpo principal y presentarlo al cobro. De ahí que cuando una acción se vendía sin el cupón, se decía que estaba "ex-cupón" o "ex-dividendo".

[3] Así, por ejemplo, el Informe Diario del Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC), dependiente del Mercado de Valores de Buenos Aires calcula todas las variaciones de precios a partir de las series ajustadas. Este informe se encuentra disponible en forma gratuita y con frecuencia diaria en www.iamc.sba.com.ar.

Palabras claves

volatilidad
desvío estándar

- *Fusiones con otras sociedades cotizantes.* Se habla de una fusión cuando dos o más empresas se unen y comienzan a actuar desde el punto de vista jurídico y económico como una sola. La empresa que absorbe las actividades de las demás empresas se llama fusionante, mientras que las absorbidas se llaman fusionadas. Cuando las empresas se fusionan, los accionistas de las empresas fusionadas reciben acciones de la fusionante dependiendo, entre otras cosas, del tamaño relativo de cada empresa y de las condiciones de la fusión.
- *Splits.* Ocurren cuando una empresa aumenta la cantidad de acciones en circulación pero sin que aumente el capital social. Ejemplo: una empresa pasa de tener un capital social representado por 1 millón de acciones de valor nominal $10 cada una, a una situación en la que igual capital se representa mediante 10 millones de acciones de valor nominal $1.
- *Splits* inversos. Es lo opuesto al anterior, es decir que se reduce la cantidad de acciones que representan igual capital social.
- Escisiones *Spin-offs*. Ocurren cuando una sociedad cotizante separa parte de sus activos con el fin de utilizarlos en la creación de una nueva empresa. En este caso, el accionista de la empresa cotizante recibe acciones de la nueva compañía.

El riesgo de la inversión en acciones: definición y cálculo

En el capítulo 2 se definió al riesgo como la magnitud en que el rendimiento obtenido de una inversión puede diferir del esperado inicialmente. Es decir, una medida de la variabilidad, dispersión, o desvío de los resultados obtenidos respecto de los esperados. De esto se desprende que, a mayor variabilidad mayor riesgo.

¿Cómo cuantificar el riesgo? Como no se puede saber con certeza lo que sucederá con los precios futuros, el inversor utiliza como marco de referencia la información del pasado.

Una de las principales medidas de riesgo es la **volatilidad** que muestra, para una cierta cantidad de días, qué tan diferentes fueron las variaciones diarias de los precios con respecto al promedio de dichas variaciones. Estadísticamente, la volatilidad se mide mediante el **desvío estándar.**

Para entender el concepto de volatilidad, vemos a un ejemplo con las acciones de las empresas A y B. Durante los últimos 10 días, el precio de A subió diariamente un 1%, mientras que el precio de B subió la mitad de los días y bajó los restantes con un promedio de variaciones diarias también del 1%. ¿Cuál acción es más riesgosa en términos de su volatilidad?

Para contestar este pregunta, analicemos las cifras del cuadro

Cuadro 1
Rendimientos diarios y volatilidad de los precios de las acciones

	Acción A		Acción B	
Días	Precio	Var. Diaria	Precio	Var. Diaria
1	2.000		2.000	
2	2.020	1.0%	2.130	6.5%
3	2.040	1.0%	2.100	-1.4%
4	2.060	1.0%	2.130	1.4%
5	2.080	1.0%	2.060	-3.3%
6	2.100	1.0%	2.120	2.9%
7	2.120	1.0%	2.060	-2.8%
8	2.142	1.0%	2.120	2.9%
9	2.163	1.0%	2.070	-2.4%
10	2.185	1.0%	2.185	5.6%
Variación Diaria Promedio		1.0%		1.0%
Desvío Estándar		0.0%		3.7%

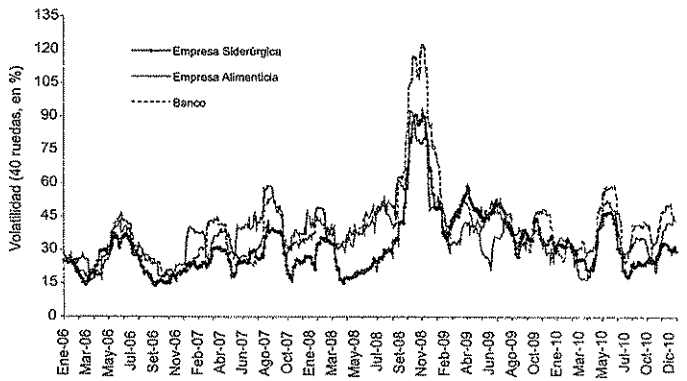
Vemos que, aunque el promedio de las variaciones diarias fue el mismo para ambas acciones, el desvío con respecto al promedio fue mayor para B. El precio de la acción B llegó a subir un 6,5%, aunque también un día cayó 3,3%. Comparemos ahora los precios al inicio y al final de este período de 10 días para cada acción. Lo primero que observamos es que la variación porcentual fue la misma: 9,3%. ¿Pero que pasó con los rendimientos en los diferentes días?. Mientras que las variaciones diarias de los precios de la acción A fueron iguales cada día, los de B presentaron una mayor variabilidad. Si calculamos el desvío estándar veremos que fue nulo para la acción A y del 3,7% para B.

¿Cómo debemos interpretar estos resultados? Lo que nos dicen es que, en promedio, y de no modificarse a futuro las condiciones de mercado en que se observaron los precios utilizados para el cálculo, el inversor podría esperar que los rendimientos diarios de la acción A tengan una menor variabilidad que los de B. Es decir, que A es menos riesgosa que B.

En la práctica[4], el cálculo de la volatilidad se expresa en términos anuales considerando los datos de las últimas 40 ruedas bursátiles.

En el Gráfico 1 se muestra la evolución diaria de la volatilidad de tres acciones del mercado accionario argentino que pertenecen a los sectores: alimentos y bebidas, industria metalúrgica y siderúrgica, y bancos.

Gráfico 1
Volatilidad de acciones del mercado argentino



ilustraciones

Al analizar el gráfico, se puede apreciar que, a pesar de las diferencias en los valores absolutos de la volatilidad de cada acción, las series parecen moverse de manera similar, mostrando tendencias crecientes o decrecientes en momentos similares del tiempo.

Esto se relaciona con que el riesgo de una acción puede descomponerse en dos factores: el riesgo específico o no sistemático y el riesgo sistemático o de mercado.

[4] Esta es la metodología seguida por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC). En este caso, la medida de volatilidad se calcula sólo para aquellas acciones que presentaron negociación en el 75% de las últimas 40 ruedas.

Palabras claves
riesgo específico o no sistemático
riesgo sistemático o de mercado
Beta
β

El **riesgo específico o no sistemático** se origina en los factores que afectan la cotización de una acción en particular. Por ejemplo, una caída del precio del petróleo de los alimentos podría afectar los ingresos de las empresas del sector, sin efectos sobre otras cotizantes.

El **riesgo sistemático o de mercado** comprende el conjunto de factores de riesgo que resulta común a todas las empresas de una misma economía, independientemente del tipo de actividad que realizan. Por ejemplo, en una recesión, es esperable una caída de las ventas que reduzca las ganancias corporativas. Una situación así provocaría una caída generalizada de los precios de las acciones.

Otra medida del riesgo: la Beta (β) de una acción

Otra medida que se utiliza para medir el riesgo es la **Beta** de una acción, llamada así por ser la letra griega que se utiliza para designarlo.

Conceptualmente, la β indica cuánto puede variar el precio de una acción ante una variación del índice bursátil más representativo del mercado (por ejemplo, el Merval, el Merval Argentina o el Merval 25, para el caso argentino).

A continuación resumimos los valores que puede exhibir la β y qué indica cada uno de ellos.

Si la β es mayor que 1, significa que ante una baja del índice de mercado, la variación negativa del precio de la acción será mayor. De igual modo, si el mercado sube podríamos esperar un aumento del precio de la acción superior. Si la β de una acción es menor que 1, significa que los cambios en el precio de la acción serán menores que los cambios que experimente el índice de referencia del mercado.

En síntesis, una acción con una β mayor a 1 representa la posibilidad de mayores ganancias cuando el mercado sube, pero también mayores pérdidas cuando el mercado baja. En cambio, una acción con una β menor a 1 acotará el efecto de las fluctuaciones del mercado.

Antes de concluir, debemos efectuar dos aclaraciones con respecto al cálculo que deben ser consideradas al utilizar la β como indicador para la toma de decisiones. En primer lugar, hay que tener en cuenta el horizonte de tiempo utilizado ya que β no es estable sino que cambia con el tiempo. Esto puede observarse en el Gráfico 2, donde se muestra la evolución de las β de dos empresas que cotizan

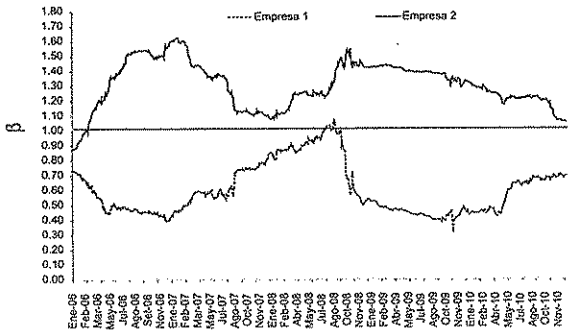
Palabras claves

capitalización bursátil

sus acciones en el mercado argentino. En segundo lugar, el valor depende de la cantidad de datos históricos que se utilizan para el cálculo (en general se toman 40 registros pero existen mediciones con datos de hasta 5 años). Esto debe tenerse en cuenta al utilizar este indicador para la toma de decisiones.

Gráfico 2

Evolución de la β - Ejemplo para acciones argentinas.



Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)

Indicadores del Mercado Accionario

En esta sección veremos algunos términos utilizados para describir el tamaño de un mercado y habitualmente empleados para realizar comparaciones entre países.

La Capitalización Bursátil o Valor de Mercado

La **capitalización bursátil** es el valor que surge de multiplicar la cantidad de acciones que conforman el capital social de una empresa por su cotización bursátil. Así, si la empresa A tiene un capital social representado por 1 millón de acciones y cada una cotiza a $2, entonces su capitalización bursátil o de valor de mercado es de $2.000.000.

Sumando las capitalizaciones bursátiles de todas las empresas que cotizan en una bolsa determinada o en un país, se obtiene la capitalización bursátil de esa bolsa o del país considerado.

Al calcular la capitalización de mercado, es frecuente distinguir entre el valor total y el que corresponde sólo a las empresas domésticas, que excluye del cálculo a las cotizantes extranjeras.

La capitalización suele utilizarse para comparar el tamaño de los mercados de distintos países. Las comparaciones se efectúan considerando la capitalización bursátil como porcentaje del PIB de cada país. Así, cuanto mayor sea este indicador, mayor será la profundidad del mercado accionario.

Palabras claves

free float
capital flotante
accionistas controlantes
liquidez potencial
velocidad de rotación

El "*Free Float*" o Capital Flotante

El **capital flotante** de una empresa, o "*free float*" según el término en inglés, se define como el porcentaje del capital social que no está en poder de los **accionistas controlantes**, o en manos de cualquier otro inversor cuya intención sea mantenerlas sin ser negociadas. Esta medida, indica la **liquidez potencial** que puede tener una acción. Supongamos que las empresas "A" y "B" cotizan en bolsa y que "A" tiene un capital social cuatro veces mayor que "B". Además, el capital flotante de la empresa A es del 2% y el de B es 50%. Lo que surge del ejemplo es que, si bien la empresa A es "más grande" (por la cantidad de acciones emitidas), la empresa que tiene la mayor cantidad de acciones para ser negociadas por los inversores en el mercado es B.

En el caso del mercado argentino, las sociedades cotizantes tienen el deber, según el Reglamento de Cotización de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, a informar el porcentaje del capital social en poder del accionista o grupo controlante. Así, se puede calcular una aproximación del "*free float*" como 100% menos el valor informado por la empresa[5].

La Rotación

La **velocidad de rotación** de las acciones indica la frecuencia de negociación de una acción.

[5] Un cálculo preciso requiere contar con información detallada sobre los accionistas y sobre el carácter permanente o transitorio de sus tenencias. No obstante, en caso de tener cierta información adicional sobre inversores que poseen una participación de tipo permanente (por ejemplo fondos de inversión, otras empresas, accionistas individuales, etc.) suele corregirse el valor estimado en base a esos datos.

Palabras claves

valor o precio justo
análisis fundamental
análisis técnico

Una forma de calcular esta medida es la utilizada por la Federación Internacional de Bolsas de Comercio (WFE) que consiste en tomar el volumen efectivo mensual negociado por la acción y dividirlo por la capitalización bursátil de la empresa a fin de mes. El cociente resultante se multiplica por 12 para expresarlo en términos anuales. En el cuadro, se muestra un ejemplo:

Cuadro 2
Cálculo de la velocidad de rotación de una acción

(A) Volumen Efectivo Mensual (Mill. $)	(B) Capitalización Bursátil (Mill. $)	(A) / (B)	Velocidad de Rotación [(A)/(B) x 12]
15.6	650	2.4 %	28.8 %

Al igual que con la capitalización bursátil, la rotación puede ser calculada para todo el mercado. Para ello debe tomarse el volumen total negociado en acciones y dividirlo por la capitalización del mercado a fin del mes. También puede calcularse separando o no las empresas domésticas de las extranjeras.

Herramientas para la toma de decisiones

La decisión de comprar o vender una acción implica realizar un ejercicio de valuación del que surge un precio teórico denominado "**valor o precio justo**", el cual sirve de base de comparación con el precio de mercado. Así, asumiendo que la estimación sea correcta y que el precio justo sea mayor que el de mercado, estaríamos frente a una señal de compra. Inversamente, si el precio justo es menor al de mercado, la señal sería de venta.

Adicionalmente, existen otras técnicas que permiten analizar tendencias. Estas diferentes herramientas para la toma de decisiones de inversión son abordadas por lo que se conoce como **Análisis Fundamental** y **Análisis Técnico**.

El **Análisis Fundamental** busca determinar un precio justo a partir del análisis de la información financiera fundamental de la empresa y de todos los aspectos que subyacen al desempeño y a su salud económico-financiera. Este enfoque utiliza proyecciones de ingresos, gastos y ganancias a partir de los estados contables y demás información elaborada por la empresa. Del análisis surge lo que se denomina valor intrínseco de la acción, que es asimilable al concepto de precio justo.

El **Análisis Técnico** busca predecir la dirección o tendencia más probable del precio futuro de una acción a través del estudio de su propia historia, principalmente mediante información de precios y volumen negociado en el mercado. Sus principales herramientas son gráficos e indicadores matemáticos, basados en precios y volúmenes.

El Análisis Fundamental

Se basa en el estudio de las variables clave de una empresa: rentabilidad, crecimiento, aumento de los beneficios en el tiempo, riesgo de la inversión, entre las principales.

Es importante aclarar que la valuación de acciones es un ejercicio teórico que intenta determinar un "valor justo". Pero este valor no debe confundirse con el precio de mercado, el cual incorpora, además de los elementos objetivos, factores de tipo subjetivo que guían las decisiones de los inversores.

El análisis fundamental busca establecer si el precio de mercado de la acción refleja el valor y las perspectivas de la empresa que surgen de la información considerada fundamental respecto de su desempeño. Entre los métodos de valuación más utilizados podemos mencionar los siguientes:

Palabras claves

valuación por flujo de fondos descontado o DCF
valuación por comparables o por múltiplos
valor patrimonial

- **Valuación por Flujo de Fondos Descontado o DCF** (por la abreviatura del término en inglés *"Discounted Cash Flow"*). Es reconocido como el más adecuado y del que surgen las mejores estimaciones del precio justo o valor intrínseco de una acción. Consiste en proyectar ingresos y egresos de la empresa y calcular el valor presente de sus beneficios. Las estimaciones sobre los planes de expansión, el lanzamiento de nuevos productos, el nivel de endeudamiento, de precios, las variaciones de las tasas de interés y los tipos de cambio, son sólo algunos ejemplos de los muchos aspectos que se tienen en cuenta al realizar una valuación por DCF.

- **Valuación por comparables o por múltiplos**. Combina la información de los estados contables con la información de mercado, principalmente los precios, para determinar oportunidades de compra o de venta.

- **El valor patrimonial**. Utiliza la información de los estados contables para determinar el valor de las acciones, dividiendo el patrimonio por la cantidad de acciones que componen el capital social. Esta valuación es la menos utilizada ya que no incorpora el efecto de los flujos futuros de fondos y de los precios de mercado.

Antes de continuar, es importante remarcar que la valuación de acciones no consiste en la aplicación mecánica de fórmulas matemáticas sino que requiere de un análisis criterioso por parte del analista.

El análisis fundamental descansa en la capacidad de interpretación de los resultados más que en la obtención de un único valor.

Así, podría suceder que distintos analistas, aún utilizando la misma metodología e información, tengan diferentes proyecciones de crecimiento y riesgo, y por lo tanto lleguen a distintas estimaciones del valor justo.

Los estados contables de las empresas son una pieza central de información para la toma de decisiones. Por este motivo, deben ser presentados por las sociedades cotizantes según el calendario establecido por las autoridades de control, del mismo modo que cualquier hecho relevante que pueda afectar el precio de las acciones debe ser informado en los plazos y por los medios que establecen los Reglamentos de cotización.

Palabras claves

El Estado de Situación Patrominal (ESP)
Activo
Pasivo

Sintéticamente, podemos definirlos como documentos que contienen información sobre el desempeño pasado de la empresa, la cual se presenta mediante tablas, cuadros y notas. Esta información expone la situación económica y financiera de una empresa a una fecha específica (por ejemplo, a fin de año), o durante un período (por ejemplo, un trimestre) denominado Ejercicio Económico.

En este sentido, podemos destacar cuatro estados contables básicos:

1) El Estado de Situación Patrimonial (ESP). es el que se conoce como el "Balance" de la empresa. El ESP refleja la situación patrimonial en un momento dado, es decir la relación entre el conjunto de bienes y derechos a cobrar, y el conjunto de deudas y obligaciones a pagar. El ESP se divide en tres grandes rubros: Activo, Pasivo y Patrimonio Neto.

Activo: es el conjunto de bienes y derechos a cobrar propiedad de la empresa. Los rubros del activo pueden clasificarse a su vez en dos grupos, el Activo Corriente y el Activo no Corriente. El primero comprende los que tienen un período de realización (transformación en dinero) inferior a un año a partir de la fecha del balance. Aquellos con un plazo superior, son los que pertenecen al Activo No Corriente. De este modo, podemos expresar la siguiente relación:

Activo Total = Activo Corriente + Activo No Corriente

Pasivo: incluye la totalidad de las deudas y obligaciones a pagar. Los pasivos se pueden clasificar de acuerdo con el plazo en el cual es exigible su cancelación. Aquellos con un período de vencimiento dentro del año de la fecha del balance corresponden al Pasivo Corriente. Los de vencimiento posterior conforman el Pasivo No Corriente. Así, tenemos la siguiente relación:

Pasivo Total = Pasivo Corriente + Pasivo No Corriente

El pasivo puede ser interpretado como una de las fuentes de financiamiento de la empresa: los fondos aportados por terceros. La otra fuente de financiamiento, son los fondos aportados por los dueños, es decir los accionistas.

Palabras claves

Patrimonio Neto
El Estado de Resultados (ER)
criterio de devengado

Patrimonio Neto: es la diferencia entre el Activo y el Pasivo. Dentro del patrimonio neto se incluye el aporte de los accionistas para formar el capital de la empresa, representado mediante la cuenta Capital Social. También se incluyen, entre otros conceptos, las ganancias o pérdidas que haya obtenido la empresa en el pasado, usualmente reflejadas en la cuenta Resultados no Asignados.

De este modo, podemos decir que el activo es financiado a partir de fondos de terceros (el pasivo) y de fondos propios (el patrimonio neto).

A partir de lo anterior, podemos plantear la siguiente relación:

$$\left(\begin{array}{c}\text{Activo}\\ \text{Corriente}\end{array} + \begin{array}{c}\text{Activo}\\ \text{No Corriente}\end{array}\right) - \left(\begin{array}{c}\text{Pasivo}\\ \text{Corriente}\end{array} + \begin{array}{c}\text{Pasivo}\\ \text{No Corriente}\end{array}\right) =$$

2) El Estado de Resultados (ER): representa el cálculo de pérdidas y ganancias de la empresa durante un cierto período de tiempo que, en general, es de un año o un trimestre. Estas surgen como resultado de computar los ingresos por ventas y de restar los costos de producción y todos los gastos asociados a la generación de dichos resultados. Entre estos últimos, no deben dejarse de lado los impuestos y los pagos de intereses por deudas.

Es necesario aclarar que las cifras del Estado de Resultados no reflejan exactamente los ingresos y egresos de efectivo de la empresa durante el ejercicio, debido a que este estado contable se elabora utilizando el **criterio de devengado**. Este último establece que los conceptos se registran como ingresos o egresos del período en que se originó el derecho o la obligación, independientemente de que se hayan cobrado o pagado.

Por ejemplo, si el día 30 de diciembre de 2009 se realizó una venta cuyo pago se recibió 60 días después, el ingreso por la venta se registró como correspondiente al año 2010. De igual modo, si se hizo una compra a un proveedor el mismo día 30, pero se la pagó un mes después, el costo de la mercadería se imputará también como correspondiente al año 2010.

El ER es uno de los estados contables más utilizados para realizar análisis fundamental, ya que a partir de su información se proyectan ventas, costos y otras variables relevantes. El ER puede separarse en diferentes conceptos según las distintas clases de ingresos y egresos del período.

A continuación, se muestra un ER "modelo" con las distintas líneas de ingresos, gastos y resultados:

Palabras claves

El Estado de Origen y Aplicaciones de Fondos
Flujo de Efectivo
Estado de Evolución del Patrimonio Neto

Cuadro 3
Esquema básico del Estado de Resultados

Ventas
(-) Costo de Mercaderías Vendidas (CMV)
= Utilidad Bruta
(-) Gastos de Administración
(-) Gastos de Comercialización
(-) Otros gastos
= Resultado operativo
(-) Intereses
(+/-) Ingresos Extraordinarios
= Resultado antes de impuestos
(-) Impuestos
= Resultado Neto del Período

3) El Estado de Origen y Aplicaciones de Fondos: también conocido como Estado de **Flujo de Efectivo**, muestra los movimientos de dinero que realizó la empresa durante el ejercicio, es decir, cuáles fueron las fuentes de ingreso de dinero y cuáles los usos. La línea final muestra la variación del efectivo o de la caja de la empresa.

4) Estado de Evolución del Patrimonio Neto: permite visualizar la evolución del patrimonio de los accionistas y las variaciones en su composición. Si bien el patrimonio neto se puede obtener por la diferencia entre el activo y el pasivo, suele ser muy útil conocer su composición para analizar el desempeño financiero de la compañía y su política de dividendos.

Valuación por Flujo de Fondos Descontados (DCF)

Este método requiere en primer lugar determinar el horizonte de tiempo a considerar en la valuación para luego estimar los flujos futuros de fondos que generará la empresa en ese período. El segundo paso consiste en calcular el valor presente de esos flujos, descontándolos a una tasa de interés que refleje el riesgo de inversión en la empresa.

Para proyectar los flujos de fondos se toma como punto de partida la información de los estados contables de la empresa. Luego, asumiendo ciertos supuestos

Palabras claves

análisis de sensibilidad

y realizando proyecciones para las variables relevantes (precios, nivel de actividad, potenciales competidores, aumento de la demanda, entre otros) se estiman los valores futuros de los principales rubros o cuentas del balance.

Así, por ejemplo, se estiman las ventas, los costos de las mercaderías vendidas y, en consecuencia, los gastos asociados con la comercialización de los productos y de la administración futura del negocio. También se estiman los pagos por impuestos y si se considera que la empresa deberá endeudarse en el futuro, los intereses y pagos correspondientes.

Adicionalmente, se debe proyectar cuándo se venderá y cuándo se cobrará, cuánto de las ventas se financiará y cuánto se cobrará al contado, cuáles serán las inversiones y qué nivel de inventarios se mantendrán en promedio (afectando el activo), cuál será el nivel de endeudamiento y si se utilizará deuda de corto o largo plazo (rubros del pasivo).

En otras palabras, la valuación por DCF requiere la proyección de todas las variables y rubros relevantes que permiten determinar los potenciales flujos de efectivo que la empresa puede generar.

Para lograr una mejor calidad en las proyecciones, es necesario tener en cuenta algunos principios o criterios, que resumimos a continuación:

1. Determinar la estructura global que se va a proyectar. El enfoque más común es el de la demanda. Es decir que se comienza por la proyección de las ventas, luego se restan los egresos, hasta llegar al flujo de caja para el accionista.
2. Desarrollar los escenarios relevantes. Es necesario realizar proyecciones para varios escenarios alternativos evaluándose cada uno en forma independiente de los demás. El análisis de los cambios observados en el valor estimado para cada uno de los distintos escenarios se denomina "**análisis de sensibilidad**".
3. Determinar el horizonte de proyección. En general, se consideran dos períodos: uno inicial, con proyecciones explícitas y en detalle (los primeros cinco años, por ejemplo) y otro que representa la vida remanente de la empresa, luego del período inicial. Para esta segunda parte, las proyecciones suelen realizarse considerando valores constantes para las tasas de crecimiento de las distintas variables relevantes.

Una vez estimadas las ganancias futuras y los dividendos en efectivo, se calculan sus respectivos valores presentes para llegar al "precio justo" y efectuar su comparación con el precio de mercado.

Palabras claves

Ratios o Índices de Rentabilidad
Retorno sobre los Activos
ROA

Los Ratios o Índices Financieros

A partir de los estados contables, los analistas suelen calcular índices financieros para analizar el desempeño de la empresa y determinar la posibilidad de cambios en su capacidad de generar ganancias, y por ende de variaciones en el precio de mercado de sus acciones. Los ratios reordenan la información que se desprende de los estados contables de la compañía, facilitando y enriqueciendo su interpretación.

Es necesario aclarar que no existe un conjunto limitado de ratios, sino que pueden "construirse" en función de los aspectos que se quieran analizar. A continuación veremos los que se agrupan en las categorías de rentabilidad y de endeudamiento.

❑ Ratios o Índices de Rentabilidad

Recordermos que el activo refleja el uso dado a los fondos propios y de terceros. Por lo tanto, el cociente entre los beneficios y el activo muestra el rendimiento que la empresa obtiene por cada peso invertido. Este índice se denomina **Retorno sobre los Activos** y usualmente es abreviado como **ROA** (por la sigla equivalente en inglés "*Return on Assets*"). El ROA se calcula como:

$$ROA = \frac{\text{Resultado Operativo - Impuestos}}{\text{Activo Total}}$$

Si recordamos que el Activo es igual al Patrimonio neto más el Pasivo, podemos re-expresar el ROA como:

$$ROA = \frac{\text{Resultado Operativo - Impuestos}}{\text{Pasivo Total + Patrimonio Neto}}$$

Como el Pasivo refleja los fondos que la empresa obtiene en préstamo y el Patrimonio Neto representa el aporte de los accionistas, el ROA es la relación entre los beneficios y lo integrado para el funcionamiento de la empresa por sus dueños y sus acreedores. Cabe notar que al resultado operativo no se le restan los intereses de la deuda pero sí los impuestos, ya que los primeros forman parte de los pagos que reciben los acreedores, luego del pago de impuestos.

Palabras claves

Retorno sobre el Patrimonio o ROE
EBITDA
índices de endeudamiento

Sin embargo, como el ROA relaciona el resultado de la empresa con los fondos totales aplicados a la misma (acciones más deuda), no es una medida del retorno que obtienen sólo los accionistas.

Para esto último se usa el **Retorno sobre el Patrimonio** o **ROE** (por la expresión en inglés "*Return on Equity*"), que se calcula como el cociente entre el resultado neto del ejercicio y el patrimonio neto. Es decir:

$$ROE = \frac{\text{Resultado Neto del Período}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Finalmente, y aunque no se trata de un ratio sino de un valor absoluto, presentamos un concepto utilizado para medir los beneficios de una compañía: el **EBITDA**.

Esta sigla significa Ganancia antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones ("*Earnings before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations*") y se calcula de acuerdo con la siguiente fórmula:

Resultado Operativo
+ Depreciaciones
+ Amortizaciones
= EBITDA

La razón de sumar las depreciaciones y las amortizaciones[6] al Resultado Operativo es que, en la práctica, no representan una salida de dinero sino que reflejan el proceso de pérdida de valor de los activos utilizados en el proceso productivo. Por lo tanto, se efectúa esta corrección para obtener un resultado más cercano a la verdadera generación de efectivo de la empresa.

El EBITDA es uno de los indicadores más utilizados por los analistas para evaluar los resultados de las empresas cotizantes y para realizar la valuación por múltiplos.

❑ Ratios o índices de Endeudamiento

Los índices de endeudamiento muestran la relación entre el uso de los fondos aportados por los accionistas con respecto a los aportados por los acreedores. Un primer ratio que podemos definir es el **índice de Endeudamiento**, calculado como:

$$\text{Índice de Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

[6] Si bien tanto la amortización como la depreciación buscan reflejar el desgaste o agotamiento de los activos por su uso para generar ingresos, la diferencia es el tipo de activo al cual se aplica cada uno. La depreciación se usa para los activos fijos y la amortización para los activos intangibles.

Palabras claves

índice de solvencia
índice de liquidez
liquidez ácida

Este ratio indica qué porcentaje del patrimonio representan el total de deudas y obligaciones. Debemos mencionar que es difícil precisar cuál debería ser el valor "más adecuado" de este índice, ya que ello dependerá del sector ecónomico. Por ejemplo, las compañías que son capital intensivas (utilizan más capital que mano de obra por unidad de producto) realizan inversiones muy importantes en maquinaria y equipo, por lo que sería esperable que tengan índices de endeudamiento más elevados.

Otro ratio es el **índice de Solvencia**, calculado como:

$$\text{Índice de Solvencia} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Pasivo Total}}$$

Este indicador sirve como referencia para contestar la siguiente pregunta ¿cuánto se obtendría si la empresa quebrara y se vendieran todos sus activos para cancelar los pasivos?. Si tenemos en cuenta que en una situación de liquidación los precios de los activos pueden ser menores a los obtenidos en una situación normal, el valor de la venta resultante puede ser inferior al contable. Por lo tanto, cuanto mayor sea el valor del cociente, más positivo será el indicador. Este índice también se calcula de forma inversa, es decir, el pasivo como porcentaje del activo.

Los índices de endeudamiento hasta aquí considerados tienen en cuenta tanto la deuda de corto plazo (pasivo corriente) como la de largo plazo (pasivo no corriente). Sin embargo, los compromisos de corto plazo pueden representar un obstáculo que es evaluado por los analistas mediante un indicador llamado **índice de Liquidez:**

$$\text{Liquidez} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Este índice muestra cuántos pesos de activos de rápida realización tiene la empresa por cada peso de deuda de corto plazo.

Como el activo corriente incluye los bienes de cambio (mercaderías), que en una situación de urgencia pueden ser más difíciles de vender al precio de mercado, o presentar un plazo de realización más largo que el efectivo u otros activos financieros, existe un índice que excluye del activo corriente el valor de los bienes de cambio.

El cociente resultante se conoce como Liquidez Seca, **Liquidez Ácida** o Prueba Ácida:

$$\text{Liquidez Ácida} = \frac{\text{Activo Corriente - Bienes de Cambio}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

El uso de los índices financieros y sus limitaciones

Dado que los índices se utilizan para analizar el desempeño de una empresa, es necesario establecer los valores de referencia contra los cuales se los comparará. En la práctica suelen efectuarse dos tipos de comparaciones:

1) Contra la propia historia de la compañía. En este caso se analiza la evolución de los índices durante los últimos ejercicios. Los cambios significativos en sus valores absolutos pueden no ser tan importantes en sí mismos, pero pueden indicarnos la necesidad de observar con más detalle los motivos que dieron lugar a tal cambio, para determinar si esto favorece o no a la valuación de la empresa.

2) Contra el promedio de la industria. En este caso se compararán los ratios de la empresa analizada con los del resto de las compañías del mismo sector o similares (en cuanto a rama de negocios, por ejemplo). Debe tenerse en cuenta que no siempre es posible encontrar similitudes en todas sus características, por lo que quedará sujeto al buen criterio del analista la elección de las empresas contra las cuales se hará la comparación. En cuanto a la comparación contra el promedio de la industria, el riesgo es que ese valor puede incluir cifras de empresas con resultados muy buenos y de otras con resultados malos.

Por otra parte, debemos tener en cuenta que los índices financieros (por construirse a partir de la información contable brindada por la empresa) se encuentran bajo la influencia de las prácticas contables y de las características específicas de cada sector de actividad. Por lo tanto, no es posible establecer valores estándares para cada índice, sino que deben ser analizados dentro del contexto.

Valuación por múltiplos o comparables

Los múltiplos son medidas para estimar de forma rápida el valor de una acción. Como el análisis consiste en la comparación de los valores calculados para la empresa bajo análisis con los de otras empresas similares, el método también se denomina "valuación por comparables".

En la práctica, los múltiplos se construyen a partir del cociente entre un dato de mercado, como el precio de la acción, y valores que surgen de los estados contables.

El múltiplo Precio / Ganancias por acción

Palabras claves
PER

Usualmente llamado **PER** o P/E (por el término en inglés "*Price to Earnings Ratio*") es uno de los más utilizados. El PER se define como el cociente entre el precio de mercado de la acción y el beneficio o ganancia por acción.

$$\text{PER o P/E} = \frac{\text{Precio de Mercado}}{\text{Ganancias por acción}}$$

Notemos que el beneficio por acción es igual al resultado final del ejercicio dividido por el total de acciones de la empresa. Por lo tanto, el PER es también igual al valor de mercado de la compañía dividido por los resultados totales del período, como muestra la siguiente fórmula:

$$\text{P/E} = \frac{\text{Precio de Mercado}}{\text{Ganancia por acción}} = \frac{\text{Precio}}{\left(\frac{\text{Resultado del Ejercicio}}{\text{Cantidad de acciones}}\right)} = \frac{\text{Cantidad de acciones x Precio}}{\text{Resultado del Ejercicio}} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Resultado del Ejercicio}}$$

Así, el PER suele asociarse a la cantidad de años que se necesitan para pagar el precio de la acción, considerando el actual nivel de ganancias. Por ejemplo, si el PER es 4, significa que con las actuales ganancias por acción, el precio de compra se vería repagado en 4 años.

Alternativamente, el PER puede interpretarse como el precio que están dispuestos a pagar los inversores por cada peso de ganancia. Bajo esta visión, los PER muy altos se justifican si las expectativas de ganancias futuras superan de manera importante las actuales. Empresas de este tipo suelen ser las relacionadas con los sectores tecnológicos y de nuevos productos (tecnología de la información, biotecnología, etc.).

Una vez que se calcula el PER, lo que se hace es compararlo con los de empresas similares. La regla de decisión indica que si los múltiplos de las comparables (o el promedio de ellos) son más elevados, estamos ante una potencial señal de compra. Si por el contrario, los múltiplos de las comparables son menores, esto constituye una potencial señal de venta.

Es recomendable no basar la decisión de inversión en un único múltiplo y tener siempre en cuenta el período de tiempo de los valores analizados

El múltiplo Cotización / Valor Libro

Otro múltiplo muy usado, es el que relaciona el precio de mercado de la acción con el valor que surge del balance (ESP), llamado valor de libros o valor libro. Este último se calcula como el cociente entre el Patrimonio Neto y la cantidad de acciones de la empresa.

Palabras claves

Cotización-Valor libro

Así, al dividir el precio de mercado por el valor libro de la acción obtenemos lo que se conoce como **Cotización-Valor Libro** (C/VL) PBV (por el término en inglés "*Price to Book Value*"). Este múltiplo se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Cotización / Valor Libro (C/VL)} = \frac{\text{Precio de mercado}}{\left(\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Cantidad de Acciones}}\right)}$$

Nótese que el ratio PBV puede ser calculado también como el cociente entre el valor de mercado de la empresa y el Patrimonio Neto, de acuerdo con la siguiente ecuación:

$$\text{PBV} \frac{\text{Precio de mercado}}{\left(\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Cantidad de Acciones}}\right)} = \frac{\text{Precio de mercado} * \text{Cantidad de Acciones}}{\text{Patrimonio Neto}} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Este ratio puede interpretarse como la relación entre el precio que se está pagando en el mercado por cada acción y su valor contable. De forma similar al PER, la utilización del PBV descansa más en la comparación de los valores entre empresas de un mismo sector que en el valor absoluto de cada uno de ellos.

A continuación enumeraremos algunas consideraciones en relación con la utilización del PBV:

- El PBV es más estable que el PER, y por lo tanto menor la variabilidad de las estimaciones.
- A diferencia del PER, puede utilizarse aún cuando la empresa tiene resultados negativos (pérdidas).
- Al igual que el PER, el PBV se ve afectado por las convenciones contables.
- Se desaconseja el uso de este indicador para empresas del sector tecnológico o con altas tasas de crecimiento.
- El PBV no se puede calcular si la empresa presenta un Patrimonio Neto negativo.

Cabe mencionar que el PER y el PBV constituyen sólo dos ejemplos de los múltiplos utilizados en la valuación de acciones por comparables. Otros ejemplos son: Precio/EBITDA, Precio/Ventas, Precio/Cashflow, etc.

El Análisis Técnico

Palabras claves

análisis de gráficos
cálculo de indicadores

Este segundo enfoque para evaluar decisones de inversión se basa principalmente en el uso de gráficos. Es una disciplina que busca proyectar o prever la dirección que puede seguir el precio de una acción o de otro activo financiero con el objeto de diseñar estrategias de compra o de venta.

El análisis técnico estudia cómo fue el comportamiento de la acción en el pasado, cómo se comporta en el presente y qué sucede con los volúmenes operados para así predecir la dirección futura del precio.

Sus postulados se basan en la historia y en la experiencia acumulada a través de observaciones repetidas. En este sentido, la interpretación de los datos por parte del analista y su subjetividad cobran un rol central con respecto a las conclusiones del estudio.

El análisis técnico se funda en tres premisas:

1. Los precios de mercado reflejan toda la información relevante para predecir los movimientos futuros del mercado ("el mercado lo descuenta todo"). Cuando ocurren hechos fortuitos que afectan al precio de una acción, se producirán variaciones transitorias que luego se corrigen.
2. Los precios se mueven siguiendo una determinada tendencia o patrón. Se considera que el "humor de los inversores" genera tendencias alcistas y bajistas que duran mientras cada tipo de humor se mantiene. Así, puede pasarse de una situación de euforia colectiva en la que se cree que los precios seguirán subiendo (lo que ayuda a que esto ocurra) a una situación en la que las expectativas son totalmente negativas y se espera una caída de los precios del mercado (lo que también influye en que eso suceda).
3. La historia se repite. Los comportamientos pasados de los precios volverán a ocurrir en el futuro, es decir, se analiza la posibilidad de que los patrones de comportamiento ocurridos en el pasado vuelvan a repetirse.

El análisis técnico hace referencia a un grupo de herramientas que puede dividirse en dos áreas principales: el **análisis de gráficos** y el **cálculo de indicadores**. Mediante el ánalisis de los gráficos, los analistas técnicos buscan identificar patrones específicos en el comportamiento de los precios que se identifican como

Palabras claves
figuras

figuras. Por ejemplo, doble techo-doble piso, banderas, resistencias, etc. Si bien no ahondaremos en estas especificidades, abordaremos a continuación algunas cuestiones relacionadas con el análisis de los gráficos.

Las tendencias

Dijimos que el análisis técnico analiza la evolución pasada y presente de los precios buscando detectar patrones de comportamiento repetitivos. En este sentido, sus premisas plantean que los precios muestran tendencias que pueden clasificarse en tres tipos:

1. Primaria: son de largo plazo, pudiendo durar más de un año o incluso varios. Cuando cada recuperación de precios se detiene en un nivel más alto que el anterior, se está ante una tendencia alcista, y ante una tendencia bajista en caso que los precios caigan por debajo de los mínimos previos.
2. Secundaria: son correcciones a la tendencia primaria con duraciones de entre tres semanas y tres meses. En general, los precios retroceden entre uno y dos tercios de la ganancia alcanzada con la suba anterior. En los casos en que la corrección (el cambio en la dirección de los precios) supera el 66% (2/3) del máximo o mínimo previo, existen motivos para considerar la posibilidad de un cambio en la tendencia de largo plazo.
3. Menor o de corto plazo: son correcciones de muy corta duración, de entre seis y dieciocho ruedas.

La relación entre el precio y el volumen negociado

El volumen de negocios puede medirse como el dinero en efectivo involucrado en el total de transacciones durante un determinado período (volumen efectivo), o bien como la cantidad de acciones negociadas en ese plazo (volumen nominal). En general, cuando se analizan índices bursátiles se utiliza el volumen efectivo, mientras que cuando se analiza una acción individual suele emplearse, además, el volumen nominal.

El volumen puede tomarse como un indicador de las intensidades de la demanda y de la oferta existente detrás de los movimientos de precios. Por eso suelen analizarse de manera conjunta con los precios. De esta perspectiva, pueden presentarse cuatro situaciones:

1. Que el volumen aumente junto con los precios: esto indicaría que la demanda es robusta y que los precios podrían continuar subiendo.
2. Que los precios estén subiendo pero con un volumen cada vez menor: esto podría deberse a un debilitamiento de la corriente compradora, que anticipa un excedente de oferta y en consecuencia una reversión en la tendencia alcista del precio.
3. Que los precios presenten una tendencia bajista con fuerte volumen: esto reflejaría la fortaleza de la oferta y la posibilidad de que la baja continúe.
4. Que los precios están bajando pero con un volumen cada vez menor: sería una señal de que la ola vendedora pierde fuerza y que la demanda volvería a imponerse sobre las ventas impulsando al precio hacia arriba.

Las medias móviles

Un **promedio móvil** es, como su nombre lo indica, un valor promedio calculado con observaciones que van cambiando. Por ejemplo, se toman los precios de cierre de los últimos 10 días y se calcula el promedio. Para realizar el cálculo, al día siguiente se incorpora al cálculo el valor del día anterior y se descarta el de 10 días antes, y así sucesivamente. Es decir, siempre su utilizan 10 datos que van cambiando, de ahí el carácter de "móvil".

Esta herramienta es utilizada con frecuencia en el análisis técnico ya que permiten eliminar las distorsiones provocadas por las variaciones de precios más erráticas, ayudando así a identificar la tendencia y los posibles cambios de dirección de los precios.

El cálculo de medias móviles puede ser de corto, mediano y largo plazo. Una media de corto plazo suele calcularse con datos de 5, 7 o 10 ruedas bursátiles, aunque con tan pocas observaciones las señales podrían ser una "falsa alarma". Las medias móviles de mediano plazo se calculan para un horizonte de entre 50 y 70 ruedas bursátiles. En cuanto a las de largo plazo, consideran 200 ruedas y buscan reflejar la tendencia primaria.

Un problema que tiene la utilización de las medias móviles es que el aviso del cambio de tendencia puede ser proporcionado con un retraso excesivo. Es decir que no se consideran indicadores de alerta temprana.

Palabras claves

tendencia alcista
tendencia bajista

El uso de las medias móviles para tomar decisiones de compra o de venta:

Cuando una media móvil corta o quiebra (desde abajo o desde arriba) al precio de una acción, el aviso es de cambio de tendencia, por lo tanto es una señal de compra o de venta. Para ser considerado como un cambio significativo, luego del corte, la evolución de las medias debe mostrar una diferencia entre los valores de ambas superior al 3%. No obstante, como se mencionó antes, definir de si esto representa o no un verdadero cambio de tendencia depende de la pericia del analista técnico.

Cuanto mayor sea el plazo de la media móvil, más importantes serán las señales previas, ya que es más relevante una señal originada en una media de 200 ruedas que en una de 7 ruedas.

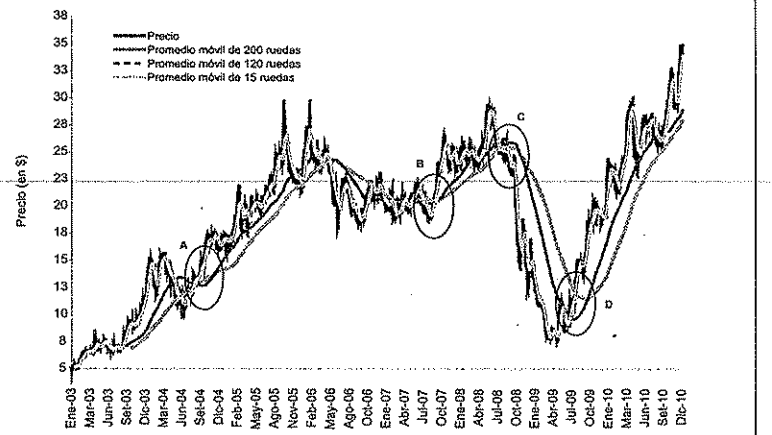
Siempre es más conveniente trabajar con más de una media móvil al mismo tiempo. De esta manera, las señales de compra o de venta se pueden confirmar cuando las medias se cortan entre sí. En una **tendencia alcista**, la media de corto plazo está por encima de las de mediano y largo plazo. Por lo tanto, la señal de entrada será cuando la media de corto plazo quiebre hacia arriba (corte desde abajo) a la media de largo plazo. Del mismo modo, en una **tendencia bajista**, la media de corto plazo está por debajo de la de largo plazo. Entonces, la señal de salida será cuando la media móvil de corto plazo quiebre hacia abajo (corte desde arriba) a la media de largo plazo.

Como ejemplo de la utilización de las medias móviles puede observarse el gráfico 3, en el cual se grafica en color negro la evolución del precio de cierre de una acción que cotiza en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires durante un determinado período. En el mismo gráfico, se agregaron tres líneas que representan promedios móviles de diferente cantidad de ruedas: una de 200 (línea gris clara), una de 120 ruedas (negra punteada) y otra de 15 (línea gris superpuesta a la serie del precio de la acción).

Como puede observarse en los círculos indicados con las letras A, B, C y D, luego que la media móvil de más corto plazo corta a las de más largo plazo (líneas negra y verde), se observa, aunque no en forma inmediata, un cambio en la tendencia del precio. En este sentido, es que el inversor debe considerar la existencia de posibles falsas alarmas.

Gráfico 3

Ejemplo de medias móviles para la toma de decisiones de inversión



Además de utilizar gráficos, el análisis técnico hace uso de una gran cantidad de **indicadores** construidos a partir de fórmulas matemáticas que se analizan conjuntamente con los gráficos. Estos indicadores brindan información, por ejemplo, sobre la fuerza de las corrientes compradora y vendedora, de los volúmenes negociados, de la intensidad de las subas y de las bajas, etc.

Para concluir, debemos advertir que los distintos temas abordados en este capítulo son una introducción a aspectos muy complejos de la interpretación de indicadores y la toma de decisiones de inversión. Por lo tanto, es recomendable que el inversor interesado en esta temática profundice los conocimientos con bibliografía específica.

Palabras claves

indicadores

ilustraciones

Capítulo 13

Análisis de bonos

Los valores negociables de renta fija comprenden un amplio conjunto de instrumentos que emiten tanto las empresas como el Gobierno, y representan "préstamos de dinero" que reciben por parte de los inversores a través de su colocación en el mercado de capitales. A los activos de renta fija se los denomina genéricamente "bonos", así tenemos bonos públicos (emitidos por el Estado, organismos públicos, empresas estatales, entre otros) y bonos privados (emitidos por empresas).

Este capítulo brindará al lector las herramientas necesarias para la comprensión, análisis e interpretación de los principales indicadores de estos instrumentos.

Palabras claves

condiciones de emisión
moneda de emisión
fecha de emisión
fecha de vencimiento
fecha de pago
tasa de interés o de cupón aplicable

¿Qué es un activo de "renta fija"?

Tal como fue definido en el capítulo 5, los valores negociables de renta fija son aquellos de los que, al momento de ser adquiridos por el inversor, se conoce con certeza las condiciones en las que el emisor devolverá el capital y los intereses estipulados.

De aquí que antes de proceder al análisis y valuación, lo primero que deberíamos conocer es cómo se determina ese "flujo de fondos", es decir las sumas de dinero que el inversor percibirá mientras el activo permanezca en su cartera de inversiones.

El flujo de fondos y las condiciones de emisión

El flujo de fondos que cada valor negociable de renta fija genera está determinado por las **condiciones de emisión** estipuladas en el prospecto de emisión respectivo. Es decir, se trata de un conjunto de condiciones fijadas previamente por el emisor (de modo similar a lo que serían las "cláusulas" de un contrato de préstamo) y que determinan la relación que se establecerá con el inversor/tenedor del mismo. Entre las principales podemos mencionar:

- **Moneda de emisión**: se refiere a la moneda en que estarán denominados cada uno de los pagos o flujos de fondos que recibirá el inversor. Generalmente están expresados en moneda local aunque también es posible denominarlos en una moneda extranjera (dólares estadounidenses, euros, yenes, entre otras).
- **Fecha de emisión**: fecha en la que el título es emitido por el emisor y a partir de la cual se devengarán o harán exigibles los correspondientes pagos de intereses y amortización.
- **Fecha de vencimiento**: es la fecha de amortización final o del último pago que debe realizar el emisor (ya sea de capital y/o interés).
- **Fecha de pago** de los intereses y/o amortizaciones: estas son las fechas en las que serán exigibles los pagos por intereses y/o amortizaciones o cuotas de capital.
- **Tasa de interés o de cupón aplicable**: es la tasa de interés que se aplicará sobre el capital no amortizado del instrumento. La misma podrá ser fija para cada período de pago o bien variable, en cada caso, de acuerdo a lo especificado en las condiciones de emisión. En instrumentos de mayor complejidad, el pago de intereses puede contemplar una combinación de interés fijo pero creciente en el tiempo (denominado "*step up*") o bien un período de capitalización en el cual no se abonan intereses sino que se acumulan hasta que los mismos sean exigibles.

Palabras claves

amortización o pagos de capital
valor nominal y denominacion mínima
monto emitido
monto en circulación

- **Amortización o pagos de capital**: hace referencia a la forma en la cual el emisor devolverá al tenedor el capital, también denominado "valor nominal" y a veces "principal". Pueden realizarse devoluciones periódicas (mensuales, semestrales o anuales) y parciales de capital (cuotas), como en el caso de los denominados "bonos amortizables", o bien puede estipularse un pago único en la fecha de vencimiento, es el caso de los denominados "bonos *bullet*".
- **Valor nominal y denominación mínima**: el Valor Nominal (VN) representa el valor del capital que el emisor deberá repagar al tenedor del bono, mientras que la denominación mínima se refiere al monto mínimo de VN que podrá circular y ser negociado en el mercado (ya sea $1, $100 o $1.000, como es el caso de la mayor parte de los bonos emitidos por el Estado o por el BCRA).
- **Monto emitido**: monto medido en términos de valores nominales que han sido emitidos o "colocados" en el mercado, es decir representa el total de capital que el emisor deberá pagar a los inversores.
- **Monto en circulación**: surge de restar al monto total emitido originalmente, las amortizaciones de capital, los rescates anticipados y las tenencias en poder del emisor. A este valor se le suman las ampliaciones de capital, es decir las nuevas emisiones. Este dato nos indica cuál es el valor total (en términos nominales) de la emisión y por lo tanto brinda al inversor información en cuanto a la posible liquidez del título en el mercado secundario.

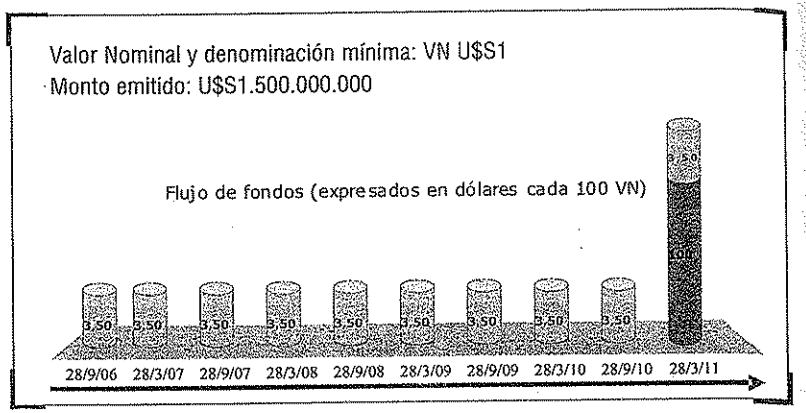
A partir de todas estas –"condiciones de emisión"–, el inversor conocerá el tamaño y la distribución en el tiempo del flujo de fondos que generará cada tipo de bono que cotice en el mercado o bolsa correspondiente. Para ilustrar todos estos conceptos, presentamos a continuación un ejemplo de un bono emitido por el Gobierno Nacional que nos permitirá armar el correspondiente flujo de fondos:

Principales Condiciones de Emisión
Bono: BONAR 2011
Emisor: Gobierno Nacional
Moneda de emisión: dólares estadounidenses
Fecha de Emisión: 28/03/2006
Fecha de Vencimiento: 28/03/2011
Fechas de Pago del interés o cupón: 28/3 y 28/9 de cada año
Cupón o tasa de interés: fija 7% anual pagadero semestralmente
Amortización: íntegra en la fecha de vencimiento

Continúa en la siguiente página

Palabras claves

capitalización
valor futuro
tasa de interés



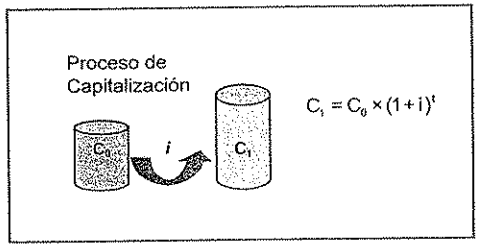
Conceptos básicos de valuación

Siguiendo con el ejemplo anterior, una vez determinado el flujo de fondos, el paso siguiente sería estudiar cómo se determina su precio o cotización en el mercado. Para ello es necesario, previamente, entender dos conceptos fundamentales que intervienen en la valuación de este tipo de instrumentos: capitalización y descuento de capitales.

Capitalización y descuento hacen referencia al denominado "valor tiempo del dinero" o de un capital, ya que, como postula el principio fundamental de las finanzas:

"Un peso hoy vale siempre más que un peso a recibir mañana"

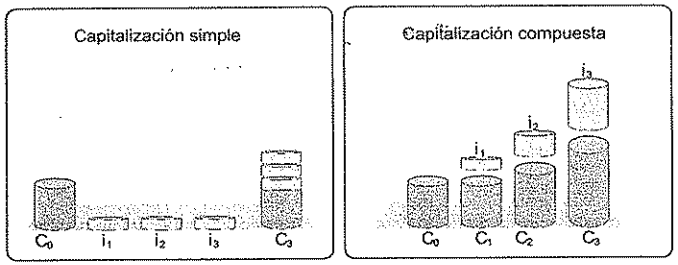
Mediante la **capitalización** es posible incrementar en el tiempo el valor de una inversión o capital inicial. En otras palabras, implica llevar el valor de un capital hoy a un **valor futuro** superior a través de la aplicación de una **tasa de interés**. Esto último puede graficarse mediante el siguiente esquema, donde representamos cómo un capital inicial "C_0" se incrementa hasta el valor "C_1" aplicando la tasa de interés "i" durante un período determinado de tiempo "t":



Existen dos formas de llevar adelante este proceso: **capitalización simple** y compuesta. En el primer caso, los intereses que se generan no se agregan al capital inicial, el cual permanece fijo en el tiempo. En contraste, en la **capitalización compuesta**, el monto de interés obtenido al final de cada período se suma al capital inicial del período siguiente, por lo tanto se están generando "intereses sobre intereses". Gráficamente:

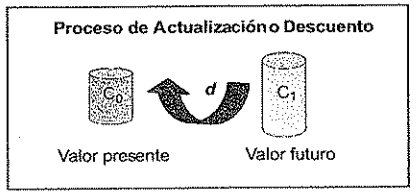
Palabras claves

capitalización simple
capitalización compuesta
período de gracia
descuento o actualización
valor presente o valor actual
precio
tasa de descuento



Estos conceptos son relevantes puesto que algunos bonos, en general emitidos por el sector público, tienen un **período de gracia** durante el cual no se paga intereses ni se realizan devoluciones de capital al inversor, por lo que se establece un período de capitalización de intereses. Es decir, los intereses se van calculando y acumulando al capital o valor nominal y, una vez transcurrido el período de gracia, se pagan junto con las amortizaciones.

Para entender cómo se determina el precio de un instrumento de renta fija es necesario comprender antes la operación inversa a la capitalización, esto es el **descuento o actualización**. Mediante el proceso de descuento, o también llamado cálculo de **valor presente o valor actual**, es posible saber cuál es el valor que tiene hoy un capital a recibir en el futuro, es decir, nos permite "traer" un flujo futuro de fondos a su valor en pesos de hoy. En términos del diagrama que presentamos antes:



El **precio** de un bono no es otra cosa que el valor actual de su flujo de fondos futuros, es decir, es el resultado de la sumatoria de cada flujo de pagos (ya sean intereses y/o capital) actualizado o descontado por una determinada tasa de interés, denominada **tasa de descuento**. En términos más analíticos, se lo suele representar mediante las siguientes fórmulas matemáticas:

$$\text{Precio} = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+i)^t} = \sum_{t=1}^{n} \frac{CN_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^t}$$

donde:

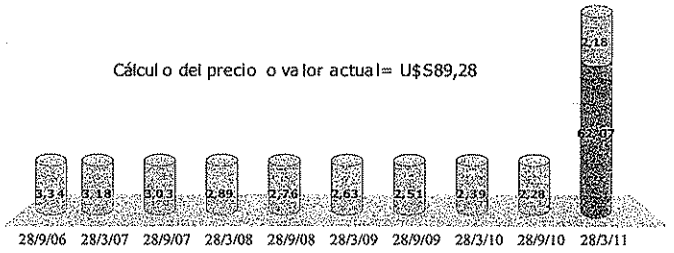
CF_t: son cada uno de los flujos de fondos o pagos (interés y/o capital) pagaderos desde el período t=1 (primer cupón) hasta t=n (último cupón, al vencimiento)

i: tasa de descuento o actualización

CN_t = cupones de interés a recibir desde t=1 hasta t=n

P_n= monto del capital o "principal" a recibir en t=n (al vencimiento)

Para ejemplificar el cálculo del precio, retomemos nuestro ejemplo sobre el bono emitido por el Gobierno Nacional que recordemos, tenía un plazo de emisión de 5 años y cuya amortización se realizaba en un pago único al vencimiento, en tanto que el cupón de intereses era del 7% pagadero en forma semestral. Supongamos, por el momento, que la tasa de descuento a utilizar es del 10% anual y realizamos el cálculo como si estuviésemos situados el día de la fecha de emisión, es decir el 28 de marzo de 2006. Bajo estas condiciones, el precio o valor actual del flujo de fondos resulta igual a U$S89,28 como muestra el gráfico a continuación:



Observamos cómo, a medida que pasa el tiempo, el valor actual o presente de los cupones a recibir en las fechas más lejanas disminuye. Así, por ejemplo, el primer cupón de interés de U$S3,50 a recibir dentro de 6 meses (28/9/2006) tiene un valor actual de U$S3,34, en tanto que último cupón que recibiremos el día del vencimiento (28/3/2011) tiene un valor presente de sólo U$S2,18.

Esto no es otra cosa que el reflejo del concepto de **valor tiempo del dinero**: "un peso a recibir hoy vale mucho más que un peso a recibir en cualquier momento futuro del tiempo". En otras palabras, cuanto mayor es el tiempo que transcurrirá hasta recibir ese pago en el futuro menor será su valor en pesos de hoy, es decir, menor su valor actual o valor presente.

Nuestro cálculo arroja un resultado de U$S89,28, este debería ser el precio de emisión o colocación en el mercado primario, es decir donde los inversores se ponen en contacto con el emisor por primera vez para obtener financiamiento (tal como explicamos en el capítulo 1).

Ahora bien, todos los días observamos en los distintos medios de comunicación los precios a los que cotizan los distintos bonos, tanto en la BCBA como en el MAE. Estas cotizaciones corresponden al mercado secundario, es decir donde diariamente se compran y venden los bonos que fueron colocados con anterioridad en el mercado primario. ¿Cómo se determinan los precios en este mercado? ¿Cuál es la tasa de descuento a utilizar para calcular el valor presente?

Para contestar estas preguntas, debemos comprender el significado de la "tasa de descuento". Como vimos antes, esta tasa nos permite expresar en pesos de hoy el valor que tienen los pagos que recibiremos en el futuro como tenedores de cualquier instrumento de renta fija. La tasa de descuento apropiada para cada inversor difiere y depende básicamente de sus características personales, es decir, de lo que los economistas llaman "**preferencia temporal**".

Este último término se refiere al hecho de que las personas valoran de distinto modo el futuro y por lo tanto cada individuo tiene su propia tasa de descuento, la cual está determinada por sus preferencias.

Así, por ejemplo, aquellas personas que valoren consumir ese peso en el presente tendrán una tasa de descuento alta, pues no estarán dispuestos a posponer su consumo por mucho tiempo. Contrariamente, habrá otros individuos que estarán dispuestos a postergar su consumo en el presente a cambio de recibir mayores sumas de dinero en el futuro, y por lo tanto tendrán una tasa de descuento más baja.

Palabras claves

valor tiempo del dinero
preferencia temporal

Palabras claves

tasa de descuento única
rendimiento al vencimiento

En el mercado de capitales, todos los días se encuentran en el mercado secundario inversores, compradores y vendedores, y acuerdan una "**tasa de descuento única** o de mercado". Ello hace posible el cálculo del valor presente o, lo que es lo mismo, el precio de los distintos bonos que cotizan en la respectiva bolsa o mercado.

Llegados a este punto, es natural preguntarse cómo se determina esta tasa de descuento única o de mercado, lo cual nos lleva a introducir el concepto de **rendimiento al vencimiento**.

El rendimiento al vencimiento (*Yield to maturity*) o el cálculo de la T.I.R. de un bono

El rendimiento al vencimiento o *Yield to Maturity (YTM)* es aquella tasa de descuento única que iguala el valor presente de los flujos de fondos futuros del bono (intereses y amortizaciones) con su precio (inversión inicial) en el mercado (ya sea primario o secundario). En términos más formales, podemos resumir este concepto mediante la siguiente fórmula matemática:

$$P = \frac{C1}{\left(1+\frac{TIR}{m}\right)^1} + \frac{C2}{\left(1+\frac{TIR}{m}\right)^2} + \ldots + \frac{Cn}{\left(1+\frac{TIR}{m}\right)^n}$$

donde:
P : es el precio del bono o inversión inicial (cotización C/100 VN)
C_n : son los pagos de amortización e intereses
n : es la cantidad de períodos desde el momento actual hasta el vencimiento
m : es la cantidad de pagos anuales

Por lo tanto,el precio o cotización de cada bono tiene una tasa de descuento única que es, precisamente, su tasa de rendimiento al vencimiento o **"T.I.R."** (tasa implícita de rentabilidad). Esta fórmula, como veremos más adelante en este mismo capítulo, permite calcular cuál será la rentabilidad que un inversor obtendrá por la compra de un bono si lo mantiene en su cartera de inversiones hasta el vencimiento. Por eso, en general, se informan en forma conjunta las cotizaciones y sus respectivos rendimientos al vencimiento o TIR.

Continuando el ejemplo anterior, este bono fue colocado por el Gobierno Nacional a un precio de emisión de U$S94,52, que resulta en una TIR o rendimiento al vencimiento de 8,36% anual.

Antes de profundizar el análisis de los indicadores más utilizados por los inversores y analistas, conozcamos primero los principales títulos que cotizan en los mercados internacionales y en nuestro país.

Palabras claves

Treasury bills
Treasury notes
Treasury bonds
Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)

El mercado de deuda internacional

A nivel mundial, los principales emisores de instrumentos de renta fija son los denominados países desarrollados, y dentro de este grupo, los más relevantes son EE.UU., Reino Unido y Europa. Dentro del conjunto de los llamados países emergentes, América Latina es la región con mayor peso relativo, siendo Brasil, México y Argentina los emisores más importantes.

El mercado norteamericano se distingue tanto por el tamaño de los títulos en circulación como por su alta liquidez y se compone, básicamente, de tres grandes tipos de instrumentos:

- Letras del tesoro *(Treasury bills)*
- Notas del tesoro *(Treasury notes)*
- Bonos del tesoro *(Treasury bonds)*

La principal diferencia entre cada uno de ellos tiene que ver con el plazo de emisión y la estructura de su flujo de fondos. Así, las letras del tesoro son del tipo "cupón cero" y de corto plazo (plazo de emisión de hasta un año), mientras que las notas y bonos del tesoro pagan cupones de renta en forma semestral, amortizan en un pago único al vencimiento y son emitidos a plazos que van desde los 2 hasta los 30 años.

También, con el fin de otorgar protección a los inversores frente a la pérdida de poder adquisitivo que genera la inflación, a partir del año 1997, el tesoro estadounidense emite los *Treasury Inflation Protected Securities* (TIPS). Los mismos, a diferencia de las notas y bonos, pagan los cupones de renta y la amortización en función de la variación experimentada por el índice de precios que mide la inflación en EE.UU.

El mercado de deuda pública local

En nuestro país, sobre todo a partir de la década del '90, surgieron los siguientes instrumentos que replicaban, de algún modo, la experiencia norteamericana: Letras

Palabras claves

Plan Brady
BODENES

del tesoro o Letes (en pesos y en dólares), Bonos del tesoro o Bontes (en dólares), Bonos externos globales o Globales (en dólares) y Letras externas (en yenes, marcos alemanes, francos, libras, etc).

En 1992, como consecuencia del ingreso de Argentina al **Plan Brady**[1], se colocaron además tres títulos: *Par, Discount* y *Floating Rate Bond* o FRB.

En 2002, al declararse la cesación de pagos[2] y la pesificación de la deuda pública nacional[3], se emitieron los Bonos del Gobierno Nacional o **BODENES** en dólares para ser entregados a depositantes y entidades financieras en compensación por la pesificación asimétrica[4] de depósitos y préstamos. También surgió de este proceso una nueva serie de BODENES y de bonos de consolidación de deudas emitidos en pesos con cláusula de ajuste CER[5].

En febrero de 2005, el Gobierno Nacional llevó adelante un proceso de reestructuración[6] de los títulos en cesación de pagos o *default*, que dio lugar a la emisión de tres nuevas series de bonos: *Par, Descuento y Cuasipar*.

A partir de todos estos antecedentes, podemos clasificar resumidamente al conjunto de títulos públicos nacionales de acuerdo con el siguiente esquema:

Según su condición de pago:
- Deuda en situación de cumplimiento o pago normal o *Deuda Performing*
- Deuda en cesación de pagos o *default* o *Deuda Non performing*

Según su moneda de emisión:
- Pesos
- Pesos ajustables por C.E.R.
- Dólar estadounidense
- Otras monedas (Yen, Euro, etc.)

Según su denominación:
- Bocones (bonos de consolidación)
- Bodenes (bonos del gobierno nacional)
- Bonar (bonos de la nación argentina)
- Bonos canje de deuda (Decreto 1735/2004)

[1] El Plan Brady consistió en un acuerdo de reestructuración de deuda para los países en vías de desarrollo que habían postergado o incumplido el pago de sus obligaciones externas en la década del '80.
[2] Decreto del Poder Ejecutivo Nacional 256/2002.
[3] Decreto del Poder Ejecutivo Nacional 471/2002. Implicó la conversión de todos los títulos emitidos en dólares con ley argentina a la relación de $1,40 por dólar.
[4] Decreto del Poder Ejecutivo Nacional 214/2002.
[5] CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia. Res. 47/2002 del Ministerio de Economía de la Nación.
[6] Decreto del Poder Ejecutivo Nacional 1735/2004.

En el anexo a este capítulo resumimos las principales condiciones de emisión de cada uno de estos títulos públicos que son actualmente negociados en el mercado de capitales local, y en algunos casos, también a nivel internacional.

Palabras claves

Valor Nominal
Valor Residual

Principales indicadores del mercado de renta fija

Presentamos, en primer lugar, a los que intervienen en la forma que se expresan los precios o cotizaciones y en el análisis de las series históricas de precios. Luego, estudiaremos aquellos que miden la rentabilidad de la inversión.

Indicadores vinculados al precio o cotización de mercado:

Valor nominal (VN) y Valor Residual (VR)

Tal como definimos antes, el **Valor Nominal** (VN) hace referencia al valor del capital que el emisor debe repagar al tenedor del bono, según lo establezcan las condiciones de emisión. Por su parte, el **Valor Residual** (VR) representa la porción del VN que aún no se pagó o amortizó.

El VR se expresa como porcentaje del VN y asume un valor que se sitúa entre el 0% y el 100%. En el caso de los títulos que amortizan totalmente al vencimiento, ambos indicadores son iguales durante toda la vida del bono, en tanto que en el caso de los bonos amortizables, el VR se modifica en cada fecha de pago de una cuota de capital en la proporción establecida en las condiciones de emisión (Ver ejemplo en el Anexo VI)

El VR es un dato relevante a conocer por el inversor debido a que el cálculo del monto de interés o cupón de renta se calcula sobre el VR vigente al momento de dicho cómputo (del mismo modo que en un contrato de préstamo bancario los intereses se calculan sobre el saldo de capital adeudado).

Otro aspecto importante a considerar es que las cotizaciones de los bonos en los distintos mercados de nuestro país se expresan de manera diferente. Así, en la BCBA los precios se expresan por cada 100 VR, en tanto que en el MAE las cotizaciones son por cada 100 VN. Para ilustrar la diferencia, imaginemos un bono que cotiza en ambos mercados y que tiene un VR del 50% (es decir que ya amortizó la mitad de su VN). En nuestro ejemplo, las cotizaciones se expresarían de la siguiente manera:

Cotización en pesos BCBA C/ 100 VR	Cotización en pesos MAE C/ 100 VN
$186,00	$93,00

Supongamos que un inversor desea invertir aproximadamente $10.000 en este título. Si la compra se realiza a través de un intermediario que opera en cada uno de estos mercados, entonces:

- En la BCBA: $10.000/$1,86 = 5.376 VR.
- En el MAE : $10.000/$0,93= 10.752 VN.

Ajuste de precios: el cálculo del precio "ex cupón" en otra parte de este manual vimos que todos los valores negociables se negocian en el plazo de liquidación estándar de 72 horas hábiles. Es por eso que, cuando un bono paga un servicio de renta y/o amortización, 72 horas hábiles antes de que se efectivice el pago, su cotización debe ajustarse a la baja. Esto implica calcular un nuevo precio, el denominado "precio ex-cupón[7]", que no incluye el valor del cupón a pagarse. Es importante destacar que este ajuste deja inalterado el valor de la tenencia del inversor, puesto que la baja en la cotización se verá compensada por el importe del cupón de renta y/o amortización que recibirá en efectivo.

El precio "ex-cupón" se calcula con la siguiente fórmula:

$$\text{Precio ex-cupón} = \frac{\text{Cotización x VR anterior- Valor cupón}}{\text{VR posterior}}$$

Este cálculo es útil además para el cómputo de ciertos indicadores (por ejemplo, el rendimiento histórico) para los cuales es necesario contar con "series de precios ajustados". Para que el precio "ex-cupón", y todos los posteriores, sean comparables con los anteriores, estos últimos deben ajustarse. Por lo tanto, para obtener la denominada "serie ajustada", los precios anteriores al corte de cupón deberán multiplicarse por un coeficiente de ajuste (C.A.), que será menor a 1, y que resulta de la siguiente fórmula:

$$C.A. = \frac{P_{ex}}{P}$$

donde:

P_{ex}: es el precio ex-cupón

P: es el precio de cierre del bono anterior al corte de cupón

[7] Se lo denomina también "precio ex-derecho", para indicar que aquellos inversores que compren o vendan el bono no tendrán derecho al cobro del cupón que se pagará en las próximas 72 hs hábiles bursátiles.

Los intereses corridos representan el monto de intereses devengados[8] o "corridos" desde la última fecha de pago del cupón de intereses hasta la fecha de liquidación de la correspondiente operación de compra-venta en el mercado secundario.

Palabras claves
dirty prices
clean prices

Dependiendo del mercado en el que se negocie, las cotizaciones pueden incluir o no los intereses corridos. Si se incluyen, los precios se conocen como sucios o *dirty prices*, caso contrario se denominan precios limpios o *clean prices*

En nuestro mercado, los precios de los bonos son *dirty* por lo cual los intereses corridos forman parte de las cotizaciones que observamos a diario[9].

La fórmula para el cálculo de los intereses corridos es la siguiente:

$$IC = \frac{i \times VR \times t}{T}$$

Donde:

IC: monto de los intereses corridos

i: tasa de interés o cupón, expresada en forma anual

VR: valor residual a la fecha de cálculo

t= días transcurridos o corridos desde la última fecha de pago del cupón de interés[10]

T= número total de días del período del cupón de interés

Valor técnico surge de sumar al valor residual (VR) del bono, expresado en pesos, sus intereses corridos. Este indicador equivaldría al precio que el emisor debería pagar al inversor por rescatar el título antes de su vencimiento.

$$\text{Valor técnico} = \text{VR (\$)} + \text{Intereses corridos (\$)}$$

Del mismo modo, representaría el importe que debería desembolsar un deudor del sistema financiero para cancelar anticipadamente su contrato de préstamo. En nuestro país, además, muchas veces se lo utiliza como criterio de valuación a los

[8] El concepto "devengado" hace referencia al monto de intereses al que el tenedor del bono tiene derecho aunque aún no lo haya percibido, ya que para ello deberá esperar a la fecha de pago estipulada del cupón.

[9] La única excepción son los bonos del canje de deuda PAR y DISCOUNT con ley New York que en el MAE cotizan *clean*.

[10] Para el cómputo de los días transcurridos existen diferentes "convenciones": 30/360 se utiliza para los bonos ajustables por CER y los denominados en dólares a tasa fija. Actual/365: se computan los días efectivamente transcurridos (actual) y se considera un año de 365 días. Se utiliza para los bonos con cupón de interés variable (por ejemplo, Bodenes emitidos en dólares y los bonos de consolidación en pesos). Estas mismas convenciones son las utilizadas por el emisor para el cálculo del cupón de renta.

fines contables[11], y es el valor que el Ministerio de Economía emplea para realizar las liquidaciones, a los tenedores originales, de los bonos de consolidación de deudas.

Paridad es la relación o cociente entre la cotización del título en el mercado y su valor técnico. Se lo utiliza, generalmente, para el análisis de series históricas, permitiendo la comparación de cotizaciones a lo largo del tiempo, evitando que los intereses corridos y los cortes de cupón distorsionen las tendencias implícitas en los precios (ganancias /pérdidas de capital). Este indicador se expresa en forma porcentual y para su cálculo se emplea la siguiente fórmula[12]:

$$\text{Paridad (\%)} = \frac{\text{Cotización}}{\text{Valor Técnico}}$$

Su resultado muestra si el bono está cotizando con descuento o premio, es decir:

Si PARIDAD=100%	Bono cotiza "a la par"
Si PARIDAD<100%	Bono cotiza "bajo la par" o "con descuento"
Si PARIDAD>100%	Bono cotiza "sobre la par" o "con premio"

Indicadores de rentabilidad:

A continuación presentamos los principales indicadores de rentabilidad de una inversión en renta fija. Cada uno tiene sus usos y limitaciones, y será más o menos relevante en función del tipo de bono de que se trate y del horizonte de inversión del inversor.

Rendimiento descontado o conocido en los mercados internacionales como "*discount yield*" es una medida muy utilizada para los bonos *bullet* de corto plazo (generalmente de hasta 360 días). Sirve para medir o cuantificar la rentabilidad obtenida por la compra a descuento de un título cupón cero, como es el caso de las letras del tesoro americano o, en nuestro país, de las letras emitidas por el BCRA (Lebacs). La fórmula de cálculo es la siguiente:

[11] En especial cuando el título no tiene cotización frecuente en el mercado o se acuerda que se lo mantendrá en la cartera de inversiones hasta el vencimiento.

[12] Es importante aclarar que ambos términos de la fórmula deben estar expresados en la misma base, es decir en términos de VN o VR. Como generalmente el valor técnico se expresa cada 100 VN, en el caso de los títulos que cotizan en la BCBA debe ajustarse la cotización (de VR a VN) antes de efectuar la división.

$$\text{Rendimiento Descontado (\%)} = \frac{\text{V.N.} - \text{P.C.}}{\text{V.N.}} \times \frac{360}{M}$$

donde:

V.N.: es el Valor Nominal, es decir el monto de capital que el emisor deberá pagar al inversor al vencimiento

P.C.: es el precio de compra del título (mercado secundario) o el precio pagado en la subasta o licitación (mercado primario)

M: es el plazo o días hasta el vencimiento

Esta medida de rentabilidad podría ser comparada, por ejemplo, con la tasa de descuento de un cheque de pago diferido negociada en el sistema bursátil.

Rendimiento de la inversión o "*investment yield*" es una medida de rendimiento, muy similar a la anterior, que relaciona el monto del descuento obtenido al momento de la licitación o compra del título en el mercado secundario con el precio de adquisición o "inversión inicial" (y no el VN como en el caso anterior) considerando un año calendario de 365 días. Esta medida también recibe el nombre de *"bond equivalent yield"*, *"coupon equivalent rate"* o *"effective yield"*. La fórmula de cálculo es la siguiente:

$$\text{Rendimiento de la inversión (\%)} = \frac{\text{V.N.} - \text{P.C.}}{\text{P.C.}} \times \frac{365}{M}$$

donde:

V.N.: es el Valor Nominal, es decir el monto de capital que el emisor deberá pagar al inversor al vencimiento.

P.C.: es el precio de compra del título (mercado secundario) o el precio pagado en la subasta o licitación (mercado primario)

M: es el plazo o días hasta el vencimiento del título

Renta anual también conocida como "*coupon yield*" o "*nominal yield*" es la tasa de rentabilidad que surge del conciente entre el cupón de interés y el valor nominal del bono. Es una tasa, expresada en forma nominal anual, que resulta comparable con otras tasas vigentes en el mercado. En fórmula:

$$\text{Renta anual (\%)} = \frac{\text{cupón de interés (\$)}}{\text{V.N. (\$)}}$$

Rendimiento corriente o *current yield* es una medida que relaciona el cupón de interés del período corriente o actual, con el precio de mercado del bono (entendido como la inversión inicial), excluyendo los intereses corridos. Considera únicamente la porción de renta del rendimiento total de la inversión, dejando de lado la reinversión de dichos fondos y las eventuales ganancias de capital por incremento en el precio de mercado del bono. Para su cálculo se utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{Rendimiento corriente (\%)} = \frac{\text{VR(\\%)} \times \text{i(\\%)}}{\text{cotización (\$)} - \text{intereses corridos (\$)}}$$

donde:
V.R.: es el valor residual, expresado en porcentaje
i: renta anual o tasa de cupón de interés

Este indicador, a diferencia del anterior, considera el precio de mercado, y por lo tanto representa la rentabilidad que un inversor obtendría si adquiriese el título y lo conservara por un año. Sin embargo no es una medida precisa del rendimiento final que se obtendrá, puesto que esto dependerá del precio al que efectivamente se lo venda, el cual puede sufrir oscilaciones durante el período de la inversión.

Esta medida se puede relacionar con otros indicadores antes vistos, del siguiente modo:

Si PARIDAD=100%	Rendimiento corriente (%) = Renta anual (%)
Si PARIDAD<100%	Rendimiento corriente (%) > Renta anual (%)
Si PARIDAD>100%	Rendimiento corriente (%) <= Renta anual (%)

Tasa Interna de Retorno (TIR) o *Yield to Maturity (YTM)* es la tasa de rendimiento que iguala el valor presente de los flujos futuros de fondos (intereses y amortizaciones) con el precio del bono (o inversión inicial). En términos más analíticos, se trata de estimar la tasa que iguala ambos miembros de la siguiente ecuación:

$$P = \frac{C1}{\left(1+\frac{TIR}{m}\right)^{1}} + \frac{C2}{\left(1+\frac{TIR}{m}\right)^{2}} + \ldots + \frac{Cn}{\left(1+\frac{TIR}{m}\right)^{n}}$$

donde:
P : es el precio del bono o inversión inicial (cotización C/100 VN)
C_n : son los pagos de amortización e intereses
n : es la cantidad de períodos desde el momento actual hasta el vencimiento
m : es la cantidad de pagos anuales

Esta es una medida de rentabilidad que, a diferencia de las anteriores, tiene en cuenta todos los ingresos que recibirá el inversor por el cobro de los cupones de renta y de amortización. Sin embargo, cuando un inversor evalúa la TIR como medida de rentabilidad debe tener en cuenta que este cálculo supone:

1. Que la reinversión de todos los flujos de fondos se realiza a la tasa TIR: es decir el inversor debería ser capaz, cada vez que reciba el pago de un cupón de renta y/o amortización, de reinvertir estos fondos a la misma TIR.
2. Que el bono se mantiene en cartera hasta su vencimiento: es decir, sólo si el inversor lo conserva hasta el vencimiento y reinvierte los fondos a la TIR, la rentabilidad de la inversión coincidirá con el cálculo de la TIR.

Como generalmente estos supuestos no se cumplen, se utilizan otras medidas de rentabilidad, como la que presentamos a continuación.

Rendimiento o retorno total el "*total return*" es una medida de rentabilidad que intenta solucionar los inconvenientes que presenta la TIR. Este cálculo computa las tres fuentes de ingresos que puede generar un bono: el cobro de los cupones de renta y amortización, la reinversión de estos cupones, y la ganancia o pérdida de capital que se materializará en caso de la venta del título antes de la fecha de vencimiento.

Para el cálculo del retorno total es necesario establecer el horizonte de inversión, la tasa de reinversión de los cupones de renta y/o amortización y el precio de venta del bono al final del período de inversión. Podemos resumir los pasos para obtener el rendimiento total[13] de la siguiente manera:

[13] Para más detalles puede consultarse el libro: *Bond Markets, Analysis and Strategies*, Frank J. Fabozzi. 5th Edition. Prentice Hall. 2003.

Paso 1: determinar la "suma total de pagos", es decir el importe de los cupones más los intereses por la reinversión de estos fondos a una tasa proyectada.

Paso 2: estimar el precio de venta al final del período de la inversión, el cual dependerá de los rendimientos que se proyecten para bonos similares a esa fecha.

Paso 3: sumar los valores obtenidos en los pasos anteriores. El resultado es la suma total de fondos proyectados que el inversor recibirá por la compra del título.

Paso 4: para obtener el retorno total de la inversión deberá utilizarse la fórmula:

$$\text{Retorno Total} = \left\{ \frac{\text{Suma total de fondos proyecados}}{\text{Precio o inversión inicial}} \right\}^{1/h}$$

donde: h es el total de períodos (en general, expresado en semestres) del horizonte de inversión

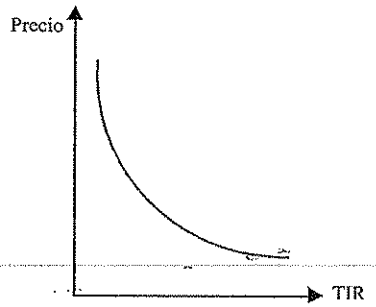
Como esta medida requiere proyectar variables que no necesariamente serán comparables o iguales para todos los inversores (como por ejemplo, la tasa de reinversión o el precio de venta del bono) su cálculo se torna complejo. Por esta razón, la TIR o rendimiento al vencimiento suele ser la medida de rentabilidad más utilizada.

Análisis de sensibilidad y riesgo

Como ya vimos, cualquier inversión en un activo financiero debe evaluarse en términos de su rentabilidad esperada y riesgo. En la sección anterior presentamos las medidas de rentabilidad. Ahora veremos cómo medir el riesgo, algo que está muy relacionado con el denominado "análisis de sensibilidad".

El análisis de sensibilidad busca cuantificar la relación existente entre un aumento o disminución en el precio de mercado del bono y su respectiva tasa de rendimiento al vencimiento. Según surge de la fórmula de la TIR, ante un aumento en el precio, si todo lo demás se mantiene constante, el rendimiento al vencimiento debe disminuir, para que la igualdad de la fórmula se mantenga. Es decir, que el precio del bono y su TIR se mueven en direcciones opuestas y de una forma no lineal, lo cual implica que un 1% de incremento (disminución) en la TIR puede dar lugar a una caída (suba) mayor al 1% en el precio.

Gráficamente, la relación entre el precio del bono y su tasa de rendimiento al vencimiento tiene una forma particular, que en términos matemáticos se denomina "convexa al origen" y que presentamos a continuación:



Si, imaginariamente, nos situáramos sobre esta curva vemos que tiene la forma de un tobogán. Por lo tanto, a medida que nos desplazamos a niveles de TIR cada vez mayores si bien el precio disminuirá lo hará a una velocidad menor que al inicio. Es decir, en términos más técnicos, la sensibilidad de precio de un bono ante cambios en su TIR es mayor cuanto menor sea el nivel inicial de la TIR. Para ejemplificar esta propiedad común que tienen todos los instrumentos de renta fija presentamos el siguiente cuadro, donde vemos cómo se modifica la caída en el precio del bono según cuál sea el nivel inicial de su TIR.

Cuadro 1: sensibilidad de precio para un bono con rendimiento al vencimiento (TIR) inicial del 6% anual y que cotiza a la par.

Plazo	Cupón	Cambio en TIR	Nueva TIR	Cambio en precio
10 años	6%	-1%	5%	+7,72%
10 años	6%	+1%	7%	-7,02%

Otra propiedad importante que debemos conocer es cómo se ve afectada la sensibilidad de precios para bonos que se diferencian en cuanto al plazo al vencimiento y a su tasa de cupón. En este sentido, manteniendo todo lo demás constante, a mayor plazo al vencimiento de un bono mayor será su sensibilidad de precio ante igual cambio en la TIR. En otras palabras, si dos bonos se diferencian sólo en cuanto al plazo al vencimiento, el que más subirá o bajará de precio ante igual cambio en su TIR es el que tenga mayor plazo. Esta propiedad se explica por el mismo concepto de valor presente: cuánto más alejado en el tiempo estén los flujos de fondos menor será su valor en pesos de hoy ante un incremento en su tasa de descuento, tal como muestra el cuadro 2.

Palabras claves

volatilidad histórica

Cuadro 2: sensibilidad de precio para bonos con distinto plazo al vencimiento.

Plazo	Cupón	TIR Inicial	Cambio en TIR	Cambio en precio
1 año	7%	5%	+0,5%	-0,47%
5 años	7%	5%	+0,5%	-2,07%
20 años	7%	5%	+0,5%	-5,60%

Respecto a la sensibilidad de precio para bonos que se diferencian únicamente en su tasa de cupón, la relación es la siguiente: a mayor tasa de cupón menor será la sensibilidad de precio. Para entender esta propiedad nuevamente debemos recordar que el precio de un bono no es otra cosa que la suma del valor presente o actual de todos los flujos futuros de amortización e interés a recibir por el inversor. Por lo tanto, a mayor tasa de cupón, mayor será el peso que tendrá en el precio del bono los valores actuales o presentes de los cupones y menor el de amortización. Así, un bono cupón cero será el más sensible de todos, puesto que su precio está determinado exclusivamente por el valor presente del pago de amortización final. Para bonos con distintas tasas de cupón, esta propiedad puede observarse en el cuadro 3 a continuación.

Cuadro 3: sensibilidad de precio para bonos con distintas tasas de cupón.

Plazo	Cupón	TIR Inicial	Cambio en TIR	Cambio en precio
10 años	0%	5%	+0,5%	-4,64%
20 años	5%	5%	+0,5%	-3,77%
30 años	10%	5%	+0,5%	-3,38%

Llegados a este punto podemos preguntarnos cómo medir el riesgo de una inversión en bonos. Para ello podríamos considerar dos conceptos alternativos: volatilidad histórica y volatilidad teórica.

La **volatilidad histórica** está dada por el desvío estándar de las variaciones en los precios, respecto al promedio, a lo largo del tiempo. Es decir, nos brinda información sobre las fluctuaciones del precio del bono analizado a lo largo del tiempo, tomando como datos sus cotizaciones históricas. Para su cálculo se utiliza la fórmula estadística de la varianza (Var), que mide el desvío o "la desviación" de los distintos precios respecto al promedio (elevado al cuadrado para anular los signos negativos) durante un período determinado de tiempo. Matemáticamente se la expresa del siguiente modo:

$$Var = \frac{\sum (X_i - \bar{X})^2}{n}$$

donde:

X_i : son las cotizaciones diarias históricas
$\bar{X}$: es el valor promedio de las cotizaciones
n: es el la cantidad de observaciones o cotizaciones

Para expresar y comparar la volatilidad de distintos bonos se suele utilizar el desvío estándar (DS) o volatilidad diaria, que se calcula a partir de la raíz cuadrada de la varianza:

$$DS = \sqrt{Var}$$

Para expresar en términos anuales o "anualizar" esta medida (que está expresada en términos diarios, al igual que la serie de precios), se multiplica la volatilidad diaria por la raíz cuadrada de 252 (que representa la cantidad de ruedas bursátiles aproximadas correspondientes a un año calendario). Es decir:

$$\text{Volatilidad histórica anualizada} = DS \times \sqrt{252}$$

Por otro lado, existe otra medida de volatilidad, a la que llamamos "teórica", la cual depende de las condiciones de emisión de cada bono, e intenta medir la sensibilidad del precio del bono ante cambios en la TIR requerida por el mercado. Para calcular la volatilidad teórica es necesario que recordemos la fórmula del precio de un bono:

$$P = \frac{C_1}{\left(1+\frac{TIR}{m}\right)^1} + \frac{C_2}{\left(1+\frac{TIR}{m}\right)^2} + \ldots + \frac{C_n}{\left(1+\frac{TIR}{m}\right)^n}$$

donde:
P : es el precio del bono o inversión inicial (cotización C/100 VN)
C_n : son los pagos de amortización e intereses
n : es la cantidad de períodos desde el momento actual hasta el vencimiento
m : es la cantidad de pagos anuales

Palabras claves

volatilidad teórica
duración modificada
convexidad
duration

Vemos que, fundamentalmente, la volatilidad teórica depende de la estructura del flujo de fondos particular de cada bono, lo cual a su vez está determinado por sus condiciones de emisión. Es por ello que necesitamos un indicador que resuma todas estas propiedades y nos permita la comparación de la **volatilidad teórica** de distintos tipos de bonos ante cambios en su tasa de rendimiento al vencimiento o TIR.

Dos de las medidas más utilizadas a tal fin son la **duración modificada** (*modified duration*) y la **convexidad** (*convexitiy*) que introducimos[14] a continuación.

Para comprender el cálculo y la utilidad de la duración modificada (DM) como medida de riesgo, es necesario, en forma previa, conocer el indicador de la duración (*duration*).

La *duration*, desarrollada por Frederick R. Macaulay en el año 1938, es una suerte de medida estandarizada del "plazo promedio ponderado de vida" de todos los bonos, independientemente de la estructura de su flujo de fondos (pagos de capital e interés). El valor de la *duration* está relacionado de forma directa con el tiempo "remanente" de vida de un bono, es decir a mayor tiempo remanente, mayor *duration*. Por lo tanto, es un concepto dinámico, pues varía a medida que transcurre el tiempo y nos acercamos a la fecha de vencimiento. Su formulación matemática es la siguiente:

$$\text{Duration (en años)} = \sum_{t=1}^{n} t \times \frac{\frac{(A_t + R_t)}{(1+\text{TIR})^t}}{P}$$

donde:

t: es el plazo, en años, desde el momento actual hasta cada fecha de pago (intereses y/o amortización)

A_t+R_t: corresponden a los cupones cupón de renta y/o amortización a recibir desde t hasta al vencimiento

n: es el número de pagos a recibir hasta el vencimiento

P: es el precio del bono, es decir, el valor actual de los flujos futuros de fondos

TIR: es la tasa interna de retorno o rendimiento al vencimiento

La *duration* nos permite calcular una suerte de "elasticidad tasa de interés", es decir conocer cuánto variará en términos porcentuales el precio de un bono ante un cambio de un 1% en su TIR. Si recordamos el gráfico que relacionaba el precio y la TIR, vemos que nos permite cuantificar en cualquier punto de dicha gráfica la velocidad a la que nos desplazamos a través de ese tobogán imaginario.

[14] Ibid nota 13.

Palabras claves

duración modificada

Para ello, se utiliza una ligera variante de la fórmula anterior que se denomina **duración modificada (DM)** y es "la medida" para cuantificar el riesgo en bonos:

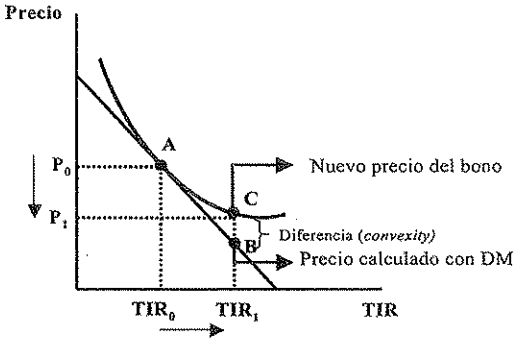
$$DM = \frac{Duration}{(1+\frac{TIR}{m})}$$

donde:

m es la cantidad de pagos anuales o la frecuencia de pago de los cupones de renta y amortización.

En términos matemáticos, la DM representa la primera derivada a la relación precio-TIR, es decir, es cómo si tratáramos de aproximar el comportamiento a lo largo de ese tobogán con una línea recta, a una velocidad de desplazamiento que permanece constante. Es por eso que este indicador es una muy buena medida del cambio aproximado en el precio de un bono ante un cambio pequeño en su TIR.

En el siguiente gráfico representamos la estimación de precios a través de la DM ante un cambio en la TIR, que implica desplazarnos desde el punto A al B. Vemos que cuanto mayor sea el cambio en la TIR mayor será la diferencia entre el cálculo aproximado por la DM (punto B) respecto al verdadero cambio que experimentará el precio del bono (punto C).



Una vez calculada y conocida la DM de un bono, rápidamente puede estimarse el cambio en el precio para cualquier cambio en su TIR, utilizando la siguiente fórmula:

Variación % del precio del bono = (- DM) * variación de la TIR (en puntos básicos[15])

[15] Los puntos básicos son la unidad de medida en la que se expresan los cambios en los niveles de las tasas de interés. Así, un cambio de 100 puntos básicos equivale a un cambio de un 1%.

Palabras claves

convexidad

A modo de ejemplo, si un bono posee una DM de 5 años, significa que registrará un incremento aproximado de un 5% en su precio, si su TIR cae en 100 puntos básicos (-5*0.01= -0.05).

Como queda claro del gráfico anterior, siempre existirá una diferencia respecto al cambio real en el precio del bono. Para disminuir este error en el cálculo es que se utiliza una medida adicional conocida como la "**convexidad** *o convexity*".

Podemos entonces definir la *convexity* como el cambio incremental en el precio real del bono ante un cambio en su TIR no atribuible a la duration modificada, es decir:

Convexity (en $) = Precio Real del Bono - Precio Estimado del Bono[16]
Convexity (en %) = % de Cambio Real en el Precio del Bono - % de Cambio Estimado en el Precio del Bono

En términos matemáticos se utiliza un ligero ajuste de la fórmula de la *convexity*, lo que da lugar al denominado "factor de convexidad":

$$\text{Factor de Convexidad} = \frac{1}{2}\sum_{t=1}^{n}\frac{t(t+1)(A_t+R_t)}{(1+TIR)^2}\frac{1}{P}$$

Incorporando el factor de convexidad en el cálculo de las variaciones de precio ante cambios en la TIR, es posible establecer una mejor estimación del comportamiento en el precio de un bono que la que surge de considerar sólo la *duration* modificada.

$$\text{Variación \% del precio del bono} = -DM * \Delta TIR + \text{Factor de convexidad} * (\Delta TIR)^2$$

Hasta aquí hemos visto cómo calcular el flujo de fondos de un bono, determinar su precio, estimar su tasa de rentabilidad y medir su riesgo. El siguiente paso consiste en poder incorporar en un simple gráfico toda esta información, de modo de hacer comparables los bonos más representativos que cotizan diariamente en el mercado. Esto último se logra mediante el armado de una "curva de rendimientos" (en inglés, *yield curve*) o conocida también como estructura temporal de tasa de interés.

[16] "Precio estimado" se refiere al cálculo según la fórmula -DM*P.

Curva de rendimientos

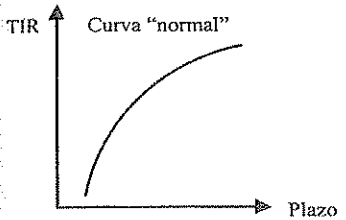
Palabras claves

estructura temporal de tasas de interés
curva normal
curva plana
curva invertida

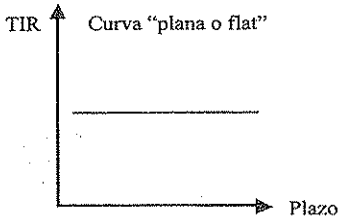
La relación existente entre el plazo de un conjunto de bonos, considerados como los más representativos y de mayor calidad crediticia, y sus correspondientes rendimientos al vencimiento, se conoce como **Estructura temporal de tasas de interés** o Curva de rendimientos.

Es un gráfico de suma utilidad y que aporta información valiosa, tanto para los potenciales emisores como a los inversores de un mercado. Para los primeros, provee una referencia de la tasa de interés o del rendimiento que le exigirán los inversores al momento de realizar una emisión o tomar fondos prestados. Para los segundos, permite realizar comparaciones entre el rendimiento y el plazo de otras inversiones alternativas, tales como depósitos bancarios, deuda emitida por empresas, gobiernos, etc.

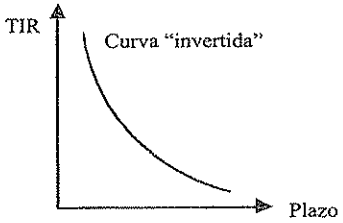
La curva de rendimientos puede tomar distintas formas, dependiendo de las condiciones de mercado, las cuales se resumen fundamentalmente en tres: "normal", "plana" o "invertida" :



La **curva "normal"** es la forma típica que adopta la curva de rendimientos. Indica que a mayor plazo los inversores exigirán una mayor tasa de interés a modo de recompensa por la mayor incertidumbre de invertir en instrumentos de horizontes más largos.



La **curva "plana"** indica una situación en la que las tasas de corto plazo son similares a las de largo plazo. Cuando la curva de rendimientos toma esta forma puede estar mostrando incertidumbre respecto de la situación económica futura de un país.



La **curva "invertida"** es de especial antención para los inversores, puesto que puede estar indicando una alta probabilidad de incumplimiento por parte del emisor, en particular en el caso de economías emergentes. Cuando la curva adopta esta forma, también puede representar los síntomas tempranos de una recesión o de un período deflacionario, especialmente en economías desarrolladas.

ilustraciones

Palabras claves

Administración pasiva

A la hora de construir esta gráfica para un mercado en particular suele suceder que no todos los bonos se diferencien únicamente por su plazo al vencimiento, pues ello supondría que todos tienen similar tasa de interés. Esto solo sucede en los bonos cupón cero, pero, como vimos antes, la mayoría no excede el año de plazo en la mayoría de los países. Por esta razón es que, en la práctica, la curva de rendimientos se construye a partir de las tasas de rentabilidad al vencimiento y *duration* modificada de los bonos más representativos (en términos de volumen negociado y monto en circulación) del mercado en cuestión.

El cambio diario de las cotizaciones de los distintos bonos altera la forma y la posición de esta curva, algo que implicará ganancias o pérdidas de capital en función del portafolio de instrumentos que haya seleccionado cada inversor (en términos de su TIR y su *duration* modificada). Este punto nos conduce al último tema de este capítulo.

Administración de portafolios

Cuando un inversor decide armar un portafolio de instrumentos de renta fija, deberá definir una estrategia de inversión, la cual puede adoptar dos formas alternativas:

1. **Administración pasiva**: implica adquirir un conjunto de instrumentos en una determinada proporción y conservarlos por un determinado período de tiempo, realizando muy pocos cambios al portafolio pues esta estrategia buscar replicar o "indexar" el comportamiento de un índice representativo (*benchmark*). Dependiendo del grado de diversificación o alcance internacional del portafolio a construir, los índices que se utilizan como *benchmark* son:

Índice EMBI+[17]: se trata de la "versión ampliada" del índice *EMBI* para bonos de mercados emergentes construido por el banco de inversión J.P. Morgan en el año 1992. El objetivo del *EMBI* era reflejar el "rendimiento total" proveniente de las variaciones de precios e ingresos por rentas y amortizaciones de una cartera de bonos de países emergentes (la mayor parte de los que reestructuraron sus deudas bajo el Plan Brady). En el año 1995 se publica el *EMBI+*, con fecha base diciembre de 1993, con el objetivo de ampliar la base de países emergentes y de instrumentos, de modo tal de incluir los nuevos títulos de deuda emitidos durante los años noventa. Este índice pondera la participación de cada instrumento en función del valor de su capitalización de mercado y su grado de liquidez, para lo cual se define una suerte de notas o escalas de liquidez que rigen la inclusión o exclusión de un bono.

[17] El *Emerging Markets Bond Index Plus* es un índice de bonos desarrollado por el banco de inversión J.P. Morgan.

Palabras claves

índice de bonos MAE
índice de bonos IAMC

Índices del mercado de renta fija local: en nuestro país, los de mayor tradición e historia son el **índice de bonos MAE** y el **índice de bonos IAMC**.

El índice de bonos IAMC, elaborado por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC), surgió de la necesidad de contar con un indicador que permitiera observar la evolución de la rentabilidad promedio de los títulos públicos nacionales más representativos del mercado local. Para seleccionar los bonos que integrarán la cartera se exige que el volumen negociado en el MAE y en la BCBA por cada instrumento represente al menos el 0,25% del volumen total. Se trata de un índice que mide la variación de precios que ha experimentado en el día cada uno de los bonos incluidos en la cartera, los cuales se seleccionan de acuerdo a su participación en el volumen total negociado en la BCBA (lo que define el peso de cada bono en su respectivo subíndice) y a su monto en circulación (lo que define el peso de cada subíndice en el índice general). El "índice "general de bonos IAMC" se compone a su vez de cuatro (4) subíndices, que se agrupan de acuerdo a la moneda de denominación y el horizonte de madurez promedio de los bonos que los integran. De esta manera, se calcula un Índice General y cuatro subíndices: Corto en Pesos, Largo en Pesos, Corto en Dólares y Largo en Dólares. Su fecha base es el 1 de enero de 1995 tomando como referencia un valor inicial de 100 puntos, a partir del cual se han ido computando las variaciones diarias de cada uno de los bonos que han integrado la cartera, la cual se recalcula en base trimestral.

El índice de bonos MAE: su cálculo comienza el 28 de abril de 2000 y su metodología de cálculo se basa en la del índice EMBI (*Emerging Markets Bond Index*). Los bonos que integran la cartera teórica de este índice se ponderan en un 70% de acuerdo al monto negociado en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) durante el mes anterior y el 30% restante de acuerdo a su capitalización de mercado. Los bonos que conforman la cartera deben estar denominados en dólares, tener una capitalización de mercado igual o

Palabras claves

Administración activa

superior a los U$S1.000 millones y un plazo residual al vencimiento igual o superior al año. A su vez, se definen "*ratings*" de liquidez, que luego son utilizados para incluir o excluir los bonos de la cartera, que se recalcula mensualmente.

2. **Administración activa**: los inversores que sigan esta estrategia consideran que los mercados ofrecen oportunidades de arbitraje y que, por lo tanto, en determinados períodos algunos títulos pueden estar "incorrectamente valuados". Por eso las decisiones de compra y venta están basados en sus propios análisis, que definen las estrategias de administración activa que llevarán adelante para tratar de explotar estas oportunidades de arbitraje.

Anexo V

Principales condiciones de emisión de los títulos públicos nacionales

BONOS EMITIDOS POR CANJES DISPUESTOS POR DECRETOS 1735/2004 Y 563/2010

BONOS PAR

Código	Fecha Emisión	Fecha Vto.	Plazo original en años	Moneda	Ley	Cupón de interés	Tasa	Frecuencia Intereses	Ajuste de Capital	Capitalización Intereses	Estructura de Amortización	Frecuencia Amortización
PARA	31-Dic-03	31-Dic-38	35	U$S	Argentina	Step-up	1,33% al 5,25%	Semestral	No	No	20 cuotas iguales	Semestral
PAA0	31-Dic-03	31-Dic-38	35	U$S	Argentina	Step-up	1,33% al 5,25%	Semestral	No	No	20 cuotas iguales	Semestral
PARY	31-Dic-03	31-Dic-38	35	U$S	New York	Step-up	1,33% al 5,25%	Semestral	No	No	20 cuotas iguales	Semestral
PAY0	31-Dic-03	31-Dic-38	35	U$S	New York	Step-up	1,33% al 5,25%	Semestral	No	No	20 cuotas iguales	Semestral
PARP	31-Dic-03	31-Dic-38	35	$	Argentina	Step-up	0,63% al 2,48%	Semestral	CER	No	20 cuotas iguales	Semestral
PAP0	31-Dic-03	31-Dic-38	35	$	Argentina	Step-up	0,63% al 2,48%	Semestral	CER	No	20 cuotas iguales	Semestral

BONOS DESCUENTO Y CUASIPAR

Código	Fecha Emisión	Fecha Vto.	Plazo original en años	Moneda	Ley	Cupón de interés	Tasa	Frecuencia Intereses	Ajuste de Capital	Capitalización Intereses	Estructura de Amortización	Frecuencia Amortización
DICA	31-Dic-03	31-Dic-33	30	U$S	Argentina	Step-up con capitalización	8,28%	Semestral	No	Si	20 cuotas iguales	Semestral
DIA0	31-Dic-03	31-Dic-33	30	U$S	Argentina	Step-up con capitalización	8,28%	Semestral	No	Si	20 cuotas iguales	Semestral
DICY	31-Dic-03	31-Dic-33	30	U$S	New York	Step-up con capitalización	8,28%	Semestral	No	Si	20 cuotas iguales	Semestral
DIY0	31-Dic-03	31-Dic-33	30	U$S	New York	Step-up con capitalización	8,28%	Semestral	No	Si	20 cuotas iguales	Semestral
DICP	31-Dic-03	31-Dic-33	30	$	Argentina	Step-up con capitalización	2.79%	Semestral	CER	Si	20 cuotas iguales	Semestral
DIP0	31-Dic-03	31-Dic-33	30	$	Argentina	Step-up con capitalización	2.79%	Semestral	CER	Si	20 cuotas iguales	Semestral
CUAP	31-Dic-03	31-Dic-45	42	$	Argentina	Fijo	3.31%	Semestral	CER	Si	20 cuotas iguales	Semestral

BONOS DEL ESTADO NACIONAL: BODEN Y BONAR

BODEN

Código	Fecha Emisión	Fecha Vto.	Plazo original en años	Moneda	Ley	Cupón de interés	Tasa	Frecuencia Intereses	Ajuste de Capital	Capitalización Intereses	Estructura de Amortización	Frecuencia Amortización
RG12	3-Feb-02	3-Ago-12	10,5	U$S	Argentina	Variable	LIBOR 180	Semestral	No	No	8 cuotas iguales	Anual
RA13	30-Oct-02	30-Abr-13	10,5	U$S	Argentina	Variable	LIBOR 180 con maximo 3%	Semestral	No	No	8 cuotas iguales	Anual
RO13	1-Abr-03	1-Oct-13	10,5	$	Argentina	Variable	Encuesta captación BCRA	Semestral	No	No	16 cuotas iguales	Semestral
RO15	3-Oct-05	3-Oct-15	10	U$S	Argentina	Fijo	7%	Semestral	No	No	Bullet	Al vencimiento
RS14	30-Set-04	30-Set-14	10	$	Argentina	Fijo	2%	Semestral	CER	No	8 cuotas iguales	Semestral

BONAR

Código	Fecha Emisión	Fecha Vto.	Plazo original en años	Moneda	Ley	Cupón de interés	Tasa	Frecuencia Intereses	Ajuste de Capital	Capitalización Intereses	Estructura de Amortización	Frecuencia Amortización
AM11	28-Mar-06	28-Mar-11	5	U$S	Argentina	Fijo	7%	Semestral	No	No	Bullet	Al vencimiento
AS13	12-Set-06	12-Set-13	7	U$S	Argentina	Fijo	7%	Semestral	No	No	Bullet	Al vencimiento
AA17	17-Abr-07	17-Abr-17	10	U$S	Argentina	Fijo	7%	Semestral	No	No	Bullet	Al vencimiento
AJ12	12-Jun-07	12-Jun-12	5	$	Argentina	Fijo	10,50%	Semestral	No	No	Bullet	Al vencimiento
AA13	4-Abr-08	4-Abr-13	5	$	Argentina	Variable	BADLAR + 3,50%	Trimestral	No	No	Bullet	Al vencimiento
AE14	4-Abr-08	30-Ene-14	5	$	Argentina	Variable	BADLAR + 2,75%	Trimestral	No	No	Bullet	Al vencimiento
AS15	10-Set-09	10-Set-15	6	$	Argentina	Variable con capitalización	BADLAR + 3,00%	Trimestral	No	Sí	6 cuotas	Semestral
AM16	18-Mar-09	18-Set-16	7	$	Argentina	Variable con capitalización	BADLAR + 3,25%	Trimestral	No	Sí	Bullet	Al vencimiento

BONOS DE CONSOLIDACIÓN (BOCONES)

BONOS DE CONSOLIDACIÓN DE DEUDAS PREVISIONALES

Código	Fecha Emisión	Fecha Vto.	Plazo original en años	Moneda	Ley	Cupón de interés	Tasa	Frecuencia Intereses	Ajuste de Capital	Capitalización Intereses	Estructura de Amortización	Frecuencia Amortización
PRE0	4-Ene-10	15-Mar-14	4,3	$	Argentina	Variable	BADLAR	Trimestral	No	No	Bullet	Al vencimiento
PRE9	15-Mar-04	15-Mar-14	10	$	Argentina	Fijo	2%	Mensual	CER	Si	72 cuotas	Mensual

BONOS DE CONSOLIDACIÓN DE DEUDAS PROVEEDORES

Código	Fecha Emisión	Fecha Vto.	Plazo original en años	Moneda	Ley	Cupón de interés	Tasa	Frecuencia Intereses	Ajuste de Capital	Capitalización Intereses	Estructura de Amortización	Frecuencia Amortización
PRO7	1-Ene-00	1-Ene-16	16	$	Argentina	Variable	Caja ahorro común	Mensual	No	Si	120 cuotas	Mensual
PR12	3-Feb-02	3-Ene-16	14	$	Argentina	Fijo	2%	Mensual	CER	Si	120 cuotas	Mensual
PR13	15-Mar-04	15-Mar-24	20	$	Argentina	Fijo	2%	Mensual	CER	Si	120 cuotas	Mensual
PR14	4-Ene-10	4-Ene-16	6	$	Argentina	Variable	BADLAR	Trimestral	No	No	4 cuotas	Trimestral
PR15	4-Ene-10	4-Oct-22	12,8	$	Argentina	Variable	BADLAR	Trimestral	No	Si	14 cuotas	Trimestral

OTROS: BONOS GARANTIZADOS

BOGAR

Código	Fecha Emisión	Fecha Vto.	Plazo original en años	Moneda	Ley	Cupón de interés	Tasa	Frecuencia Intereses	Ajuste de Capital	Capitalización Intereses	Estructura de Amortización	Frecuencia Amortización
NF18	4-febr-02	4-Feb-18	16	$	Argentina	Fijo	2,00%	Mensual	CER	Si	60 cuotas	Mensual
NO20	4-Feb-02	4-Oct-20	18,8	$	Argentina	Fijo	2,00%	Mensual	CER	Si	156 cuotas	Mensual

Anexo VI

Ejemplo del flujo de fondos y evolución del valor nominal y residual de un bono

Principales Condiciones de Emisión del Bono Par en dólares ley argentina

Título: Bono Par en dólares ley argentina

Emisor: Gobierno Nacional

Fecha de Emisión: 31/12/2003

Fecha de Vencimiento: 31/12/2038

Amortización: 20 cuotas iguales del 5% cada una. Las primeras 19 pagaderas el 31 de marzo y 30 de septiembre de cada año; la última el 31/12/2038. Primer pago: 30/09/2029

Cupón de interés: semestral, pagaderos el 31 de marzo y 31 de diciembre de cada año de acuerdo al siguiente esquema: del 31-dic-03 (inclusive) al 31-mar-09 (exclusive) 1,33%; del 31-mar-09 (inclusive) al 31-mar-19 (exclusive) 2,50%; del 31-mar-19 (inclusive) al 31-mar-29 (exclusive) 3,75%; del 31-mar-29 (inclusive) al 31-dic-38 (exclusive) 5,25%.

Fecha	VR	Amortización
31/12/2003	100%	----------
30/09/2029	100%	U$S 5
31/03/2030	95%	U$S 5
30/09/2030	90%	U$S 5
31/03/2031	85%	U$S 5
30/09/2031	80%	U$S 5
31/03/2032	75%	U$S 5
30/09/2032	70%	U$S 5
31/03/2033	65%	U$S 5
30/09/2033	60%	U$S 5
31/03/2034	55%	U$S 5
30/09/2034	50%	U$S 5
31/03/2035	45%	U$S 5
30/09/2035	40%	U$S 5
31/03/2036	35%	U$S 5
30/09/2036	30%	U$S 5
31/03/2037	25%	U$S 5
30/09/2037	20%	U$S 5
31/03/2038	15%	U$S 5
30/09/2038	10%	U$S 5
31/12/2038	5%	U$S 5

Vemos en el cuadro cómo el 30/09/2029, al vencer la primera cuota de capital, el inversor recibirá U$S5 por cada U$S100 VN de tenencia y, por lo tanto, el valor residual disminuirá al 95%. Dicho valor volverá a modificarse, hacia abajo en un 5% en cada fecha de vencimiento de cada cuota de capital, hasta llegar al vencimiento final del título en el año 2038, momento en el cual el VR se hace igual a cero.

Capítulo 14

Los indicadores económicos y el mercado de capitales

Los indicadores económicos pueden definirse como magnitudes cuantitativas o cualitativas sobre la evolución de diferentes variables económicas. En nuestro caso, nos interesan los que puedan producir cambios en los precios de los valores negociables.

En este capítulo enumeraremos algunos de los que, con mayor frecuencia, son mencionados por los participantes del mercado y que deberían ser conocidos por el inversor independientemente del método que utilice para la toma de decisiones de inversión (análisis fundamental o análisis técnico, por ejemplo).

Palabras claves

expectativas
consenso de mercado

Indicadores económicos, expectativas y decisiones de inversión

Los participantes del mercado buscan anticipar los movimientos de precio que tendrán los valores negociables. Es en este contexto que los indicadores económicos se utilizan como una fuente de información e intervienen en el proceso de formación de **expectativas**.

Así, si un inversor espera un aumento de precio de un determinado valor negociable, sería lógico que lo compre antes de que se produzca la suba. Si se cumple su expectativa, realizará una ganancia vendiendo el activo a un precio mayor al de compra. Vemos entonces cómo las expectativas sobre el futuro tienen efectos en el presente. De igual modo, los inversores evalúan en todo momento si las expectativas que formaron en el pasado resultaron erróneas o no, lo que puede impulsarlos a modificar la composición de sus carteras de inversión.

La evolución de las principales variables económicas determina el nivel de actividad agregado de una economía, influyendo sobre las potenciales ventas de las empresas y sus ganancias, y por lo tanto sobre el precio de sus acciones.

También determinan la capacidad financiera de los emisores de bonos públicos o privados para cumplir con los pagos de interés y capital comprometidos.

Consenso de mercado y expectativas

Al promedio de los valores que los analistas e inversores esperan para un indicador económico se lo suele denominar el **consenso de mercado**. Así, por ejemplo, si el consenso de mercado pronostica una suba de precios del Producto Interno Bruto (PIB) del 3%, este será el promedio de los valores esperados, aunque puede haber algunos que estimen subas mayores o menores.

Cuando se difunden los indicadores, uno de los aspectos más relevantes a evaluar es la magnitud de la diferencia entre el valor observado y el esperado por el consenso de mercado. Siguiendo el ejemplo anterior, si se anticipaba un alza del PBI de 3% y el dato informado es de 1%, podría considerarse que la economía no está creciendo tanto como se esperaba, las ventas serán menores y que habrá un deterioro en las ganancias empresarias.

Tipos de Indicadores

Palabras claves

Indicadores Adelantados
Indicadores Coincidentes
Indicadores Rezagados

En general, mientras mejor sea el desempeño de las principales variables de una economía –tasa de crecimiento, inflación y desempleo, por ejemplo-, más satisfactoria será la evolución de los precios de los valores negociables. Mediante la lectura y el análisis de los indicadores económicos, los inversores buscan anticipar lo que ocurrirá con el nivel de actividad y con las variables relacionadas y, en consecuencia, con los precios de las acciones y los bonos.

En este sentido, existe una clasificación de indicadores según el momento en que estos registran sus valores máximos o mínimos con respecto a la evolución del nivel de actividad:

Indicadores Adelantados o Líderes: son aquellas variables económicas cuyo comportamiento puede anticipar la evolución futura del nivel de actividad. Por ejemplo, un indicador adelantado puede comenzar a subir o bajar antes de que lo haga el nivel de actividad.

Indicadores Coincidentes: como su nombre lo indica, su patrón temporal coincide con el del nivel de actividad, alcanzando máximos y mínimos al mismo tiempo.

Indicadores Rezagados: su comportamiento sigue al de la actividad económica pero con una demora o rezago (un trimestre, por ejemplo).

De esto surge que los indicadores adelantados serán los que más impacto pueden tener en los precios de los valores negociables. Sin embargo, los indicadores coincidentes y rezagados también se utilizan para confirmar las expectativas formadas en el pasado.

¿Cuáles son las variables económicas que se adelantan a lo que ocurrirá con el nivel de actividad? Antes de responder esta pregunta, debemos defenir primero qué se entiende por nivel de actividad. En general, el concepto económico que se asocia con esto último es el de Producto Interno Bruto (PIB), sobre el cual comentaremos más adelante en el capítulo.

Volviendo ahora a la pregunta del párrafo anterior, no existe una respuesta única, ya que el conjunto de indicadores que serán adelantados, coincidentes o rezagados dependerá de la economía que se esté analizando.

En el caso de nuestro país, existen estudios que consideran que la evolución de ciertas variables –por su frecuencia de publicación, disponibilidad y representatividad– pueden ser utilizadas como indicadores adelantados. Con estas variables se

Palabras claves

índices líderes

construye lo que se conoce como **"índices líderes"**, los cuales buscan estimar la probabilidad de que el PIB esté pasando de una etapa de crecimiento a una de recesión o viceversa.

Entre las variables que son consideradas para la elaboración de estos índices podemos mencionar las siguientes:

- Índice Merval Argentina e Índice General de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Al negociar el precio de las acciones, los inversores tratan de anticiparse a lo que ocurrirá en el futuro. Por lo tanto, frente a expectativas positivas sobre el nivel de actividad estarían dispuestos a pagar mayores precios, lo que se reflejará en el valor de los índices accionarios.

- Permisos de realización de nuevas obras y despachos de cemento al mercado interno. La construcción es un sector muy relevante de la actividad económica y un importante generador de empleo. Un aumento de los permisos es una señal de nuevas construcciones, nuevos empleos, mayor ingreso salarial, y mayor nivel de consumo y de inversión.

- Nuevas quiebras y nuevos concursos. La evidencia histórica muestra que previo a que el nivel de actividad caiga, los pedidos de quiebra y las presentaciones a concursos se incrementan.

- Confianza del consumidor. Si los consumidores tienen expectativas negativas sobre la economía, su trabajo e ingresos, serán menos propensos a gastar y ahorrarán más para amortiguar las consecuencias de este escenario futuro adverso. Esto puede resultar en una caída del gasto de consumo y de las ventas de las empresas.

- Producción de la industria metalmecánica y grado de utilización de la capacidad instalada de bienes intermedios. La industria metalmecánica (excluyendo automotores) abastece de insumos y equipos al resto de la industria, por lo tanto su desempeño se relaciona directamente con las variables macroeconómicas. Lo mismo se aplica a la producción de bienes intermedios.

- Evolución de la cantidad de dinero en poder del público y de los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorro. La confianza en el sistema financiero y en la moneda como reserva de valor es una importante señal sobre las expectativas de los agentes económicos.

Palabras claves

Producto Interno Bruto (PIB)
crecimiento económico
ciclos económicos

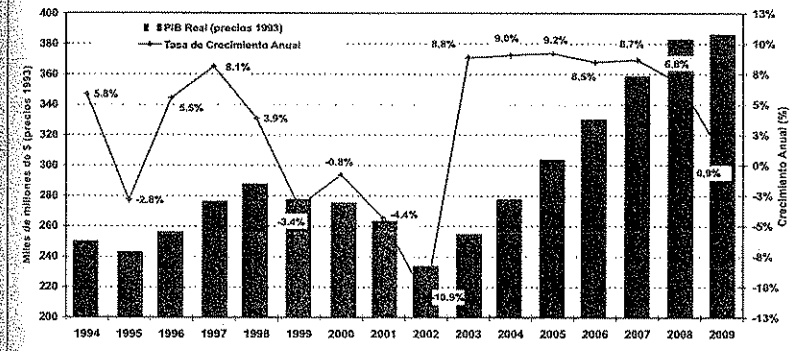
Nivel de actividad: el Producto Interno Bruto (PIB)

El **Producto Interno Bruto (PIB)** es el valor de todos los bienes y servicios finales producidos en una economía en un período, típicamente un año o un trimestre. Resulta de considerar las cantidades de bienes y servicios finales producidos y multiplicarlas por sus precios. Esto es lo que se conoce como PIB nominal o a precios corrientes.

Alternativamente, las cantidades de bienes y servicios finales producidas pueden multiplicarse por los precios que tenían en un año determinado, al que se lo conoce como año de referencia o año base. A esto se lo denomina PIB en términos reales. Al aumento porcentual del PIB entre un período y otro se lo llama **crecimiento económico** o crecimiento de la economía.

Con respecto al PIB, la evidencia histórica muestra que en todas las economías esta variable ha registrado etapas de crecimiento y de caídas que se suceden en el tiempo, lo que se conoce como **ciclos económicos**.

Gráfico 1
PIB Argentina 1994-2009



Ilustraciones

El PIB de una economía puede dividirse en cuatro categorías conocidas como los grandes agregados macroeconómicos:

1) Consumo Privado: incluye los gastos de las personas en bienes y servicios finales tales como vestimenta, alimentos, electrodomésticos, muebles, viajes, etc. Representa el principal componente del PIB.
3) Inversión: en el lenguaje económico, la inversión es todo aquel gasto destinado a mantener o incrementar la capacidad de producir bienes y servicios en una economía. Por ejemplo, la construcción de un galpón para almacenar mercadería representa un gasto de inversión.
2) Consumo de gobierno: también llamado gasto público. Comprende las compras de bienes y servicios finales por parte de los organismos gubernamentales.
4) Exportaciones netas: es igual a las exportaciones menos las importaciones. Las exportaciones son todas las ventas a compradores extranjeros de bienes y servicios elaborados domésticamente. De modo similar, las importaciones son las compras de bienes y servicios que residentes domésticos hacen a empresas e individuos extranjeros.

Las cifras del PIB se analizan considerando la tasa de variación interanual de cada trimestre, es decir, la variación porcentual contra igual período del año anterior.

¿Cuál es la relación causal entre el desempeño de la economía y los precios de las acciones y de los bonos?

En general, un mayor crecimiento de la economía implicará un aumento de las ventas de las empresas, mayores ingresos y por lo tanto incrementos de sus ganancias, lo que debería favorecer la evolución de los precios de las acciones. Y en este mismo escenario, resultaría más fácil para la empresa hacer frente a la deuda que hubiese emitido en el mercado, lo que favorecería el precio de sus bonos corporativos. Sin embargo, si la economía crece a tasas muy elevadas, pueden generarse presiones inflacionarias, que podrían impactar negativamente en los precios de las acciones y de los instrumentos de deuda privada.

Por otra parte, si una economía crece de manera sostenida, el gobierno podrá recaudar impuestos y pagar sus deudas, favoreciendo el precio de los bonos públicos. Nuevamente el análisis tendrá en cuenta la posibilidad de que, un crecimiento demasiado elevado genere presiones inflacionarias y aumentos de las tasas de interés, impactando negativamente en los precios de los bonos.

Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE)

Palabras claves

EMAE
ventas minoristas

Dado que las cifras del PIB se informan trimestralmente y con tres meses de atraso, resulta útil contar con alguna medida de mayor frecuencia de publicación. El Estimador Mensual de Actividad Económica (**EMAE**) mide la evolución del PIB de forma mensual. Un mes después de que se conoce el dato del EMAE correspondiente al último mes de cada trimestre, se publican las cifras del PIB y se corrigen, de ser necesario, las cifras el EMAE.

Ventas Minoristas

Dada su importancia en el PIB, un aumento del consumo implicará mayores ventas de las empresas y, posiblemente, también de sus ganancias y del precio de sus acciones. Una forma aproximada de medir la evolución del consumo es a través de las **ventas minoristas**.

En nuestro país, no existe un indicador específico sobre esta variable pero se puede aproximar la evolución del consumo mediante la consideración conjunta de los siguientes indicadores:

1. Ventas de Supermercados. Se confecciona a partir de una encuesta entre supermercados, relevando el importe de las ventas mensuales.
2. Ventas de Centros de Compras ("*Shopping Centers*"). Consiste en una encuesta realizada a estos centros comerciales sobre el valor de sus ventas mensuales.
3. Consumo de Servicios Públicos (Indicador Sintético de Servicios Públicos). En forma también mensual, se releva el consumo de los distintos servicios (electricidad, gas y agua, transporte de pasajeros y de carga, peajes y telefonía).

Al igual que con los indicadores antes mencionados, las magnitudes relevantes para el análisis son las variaciones interanuales. En el caso de las ventas de supermercados y centros de compra, deben utilizarse las cifras corregidas por inflación.

Otro indicador para evaluar la evolución del consumo es el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT). Consiste en una encuesta telefónica a consumidores sobre tres aspectos: cómo ven su

Palabras claves

EMI

situación personal, cómo perciben la situación macroeconómica y cuál es su disponibilidad a comprar bienes durables[1] e inmuebles. Este índice se elabora también en términos regionales cubriendo Capital Federal, Interior del País y Gran Buenos Aires. Si los consumidores tienen menor disponibilidad a gastar, podría producirse una caída en el consumo y por lo tanto del nivel de actividad. Y si esto último ocurre, se verán afectados los precios de los bonos y de las acciones.

Producción Industrial

La industria manufacturera es un importante demandante de mano de obra y, por lo tanto, una de las principales fuentes de ingresos salariales que pueden destinarse al gasto de consumo. Asimismo, muchos de los bienes finales e insumos intermedios necesarios para incrementar el stock de capital de la economía (inversión) son producidos por este sector.

La medición oficial del nivel de actividad de la industria manufacturera se realiza a través de un indicador conocido como Estimador Mensual Industrial (**EMI**), un índice que se publica mensualmente y mide el volumen físico de producción. Está comprendido por doce subíndices que cubren los distintos sectores manufactureros. Mientras más alto sea el crecimiento de este índice, mayor será el volumen producido, lo que puede resultar en aumentos de las ventas de las empresas. También puede implicar un aumento del empleo industrial y, en consecuencia, un aumento de la masa salarial. Como mencionamos antes, el desempeño del sector metalmecánico es considerado como un indicador adelantado.

En la práctica, se presta atención a la tasa de variación interanual de estos indicadores y la evolución del volumen de producción acumulado con respecto al mismo período del año previo. La tasa de variación mensual se calcula utilizando los valores de estos índices ajustados por estacionalidad.

Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC)

La construcción es un importante sector de actividad económica, por dar lugar a lo que se conoce como "efecto multiplicador": además de la generación de los ingresos salariales del personal ocupado, que pueden destinarse al consumo, cada nueva obra desencadena una serie de gastos que originan nuevos aumentos del nivel de actividad.

[1] Los bienes durables son aquellos que no se consumen en el primer uso (autos, electrodomésticos, etc.)

Por ejemplo, los ocupantes de un nuevo inmueble deberán realizar gastos adicionales en la compra de muebles, electrodomésticos, artículos de decoración, etc.

La actividad de la construcción se evalúa a través del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (**ISAC**), el cual mide la demanda de un conjunto de insumos representativos. El análisis sobre la evolución del ISAC se realiza considerando la tasa de variación interanual y la evolución del acumulado en el año. Para la tasa de variación mensual se utiliza la serie ajustada por estacionalidad.

Palabras claves

ISAC
tasa de desempleo
reservas internacionales

Tasa de Desempleo

Cuando el PIB crece, deberían observarse mayores niveles de empleo y una caída del desempleo. La **tasa de desempleo** mide el porcentaje de la Población Económicamente Activa (compuesta por la población ocupada más la población desocupada) que, estando sin una ocupación, la busca activamente.

Si el desempleo aumenta habría menos personas con ingresos salariales, se reduciría la cantidad de dinero que se puede destinar al gasto de consumo por parte de los individuos y familias, lo que implicaría un menor nivel de actividad.

Reservas Internacionales

Uno de los principales activos del Banco Central de la República Argentina (BCRA) son las **reservas internacionales** que están constituidas por las tenencias de moneda extranjera (divisas), oro y las colocaciones en moneda extranjera. La variación de las reservas del Banco Central es un indicador relevante para las economías emergentes como Argentina, que han estado expuestas a crisis cambiarias y financieras. En general, se considera que mientras más elevado es su nivel, mayor será la capacidad del Banco Central para evitar subas del tipo de cambio ante aumentos de la demanda de moneda extranjera. Una caída sostenida de las reservas internacionales puede señalar una menor confianza de los inversores en la estabilidad del tipo de cambio a futuro. Esto tendría un impacto negativo en los precios de los bonos denominados en pesos y de las acciones.

El stock de reservas internacionales del Banco Central se informa con frecuencia diaria, y con un rezago de dos días.

Palabras claves

superávit
déficit
resultado primario
depósitos bancarios
tipo de moneda

Resultado Fiscal y Recaudación Tributaria

La diferencia entre los ingresos y los gastos del sector público se conoce como resultado fiscal. Cuando los ingresos superan a lo egresos se dice que hay **superávit**, mientras que cuando los egresos son mayores a los ingresos se registra un **déficit**.

El principal concepto asociado con la evolución fiscal del sector público es el **resultado primario**, que es la diferencia entre los ingresos y los egresos totales del sector público antes del pago de intereses y el capital de la deuda. La evolución del saldo primario es un indicador importante para el mercado de bonos: si el resultado primario presenta un déficit recurrente y creciente, podría comprometer la capacidad de pago de la deuda pública y por lo tanto afectar negativamente el precio de los bonos del gobierno.

El tamaño del superávit o déficit dependerá de los ingresos del sector público, siendo el rubro más importante la recaudación de impuestos (recaudación tributaria). Si mostrará una evolución negativa durante un período de tiempo sostenido, podría impactar en forma negativa en los precios de los bonos, especialmente los que vencen en el corto plazo, por el potencial impacto sobre el saldo primario y la capacidad de pago del gobierno.

Las cifras del resultado fiscal las elabora el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas con frecuencia mensual y con un rezago de un mes, mientras que los datos de la recaudación los elabora la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), y se conocen pocos días después de finalizado el mes. Para el análisis de estos indicadores se suelen considerar las variaciones interanuales y del acumulado.

Depósitos del sistema bancario

Un primer indicador para medir la confianza en el sistema financiero es la evolución en el tiempo de los depósitos. Un incremento sostenido sería una señal positiva, en tanto que una caída sostenida representaría una señal negativa. Por ejemplo, durante los meses previos a la crisis de fin del año 2001, los depósitos cayeron más del 20%. Este tipo de eventos son una mala señal tanto para el mercado de bonos como para el de acciones.

Otro aspecto a tener en cuenta con respecto a los **depósitos bancarios** es su composición por **tipo de moneda**. En general, un aumento de la participación de los depósitos denominados en moneda extranjera es interpretado como una señal satisfactoria respecto de la confianza de los depositantes.

También es relevante observar la composición por **plazo** de los depósitos. Mientras mayor sea el tiempo promedio que transcurre hasta que los depósitos vencen y pueden ser retirados por sus titulares, se puede asumir que mayor es la confianza de los depositantes.

Palabras claves

plazo
tasas de corto y largo plazo
BADLAR
call
BAIBAR

Tasas de interés

Al mencionar las principales variables económicas se suele hablar de la tasa de interés. Sin embargo, no existe tal concepto como "la" tasa de interés. Dependiendo del activo de que se trate tendremos distintas tasas, así como también tendremos **tasas de corto y largo plazo**.

Entre las principales tasas de interés que sirven de referencia a los analistas e inversores podemos mencionar:

- Plazo Fijo común de 30 a 44 días de plazo. Esta tasa es usualmente la más representativa para inversores minoristas, y constituye un piso para el nivel de tasa de interés al que captan fondos los bancos. De este modo, puede utilizarse de forma aproximada, como uno de los indicadores de la necesidad de liquidez del sistema bancario: incrementos sucesivos de esta tasa pueden ser una señal de dificultad de los bancos por mantener depósitos o captar nuevos.
- **BADLAR**. Es la tasa de interés promedio ponderado por monto, correspondiente a depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de plazo y por más de un millón de pesos, constituidos en los bancos privados incluidos en una muestra de entidades de Capital y Gran Buenos Aires. Se la considera como un referente de tasa de interés variable del segmento mayorista (grandes inversores, inversores institucionales, empresas, etc.). Los datos son publicados diariamente por el Banco Central de la República Argentina.
- Préstamos Interbancarios o tasa de "*call*". Es la tasa de préstamos de hasta 15 días de plazo entre bancos privados. Es informada por el BCRA y se conoce como **BAIBAR**[2].

[2] Tasa Interbancaria de Buenos Aires de operaciones efectivamente pactadas.

Palabras claves

inflación
precios al consumidor
precios mayoristas
IPC
IPIM
IPP

Inflación

La **inflación** se define como el aumento sostenido y generalizado del nivel de precios de una economía. En cada país la inflación se mide a partir de uno o más índices de precios, como por ejemplo índices de **precios al consumidor** o índices de **precios mayoristas**.

En general, tasas de inflación bajas y estables constituyen un entorno favorable para los precios de las acciones y de los bonos. Tasas de inflación elevadas, en cambio, pueden aumentar la percepción de riesgo de la economía y de los activos financieros, lo que afectaría negativamente a sus precios.

En este sentido, aumentos de la inflación suelen estar acompañados de incrementos de las tasas de interés. Y como analizamos en otros capítulos, los precios de los bonos guardan una relación inversa con los niveles de tasas de interés.

En nuestro país, existen diferentes índices para medir la evolución de los precios. Entre ellos podemos mencionar los siguientes:

- Índice de Precios al Consumidor (**IPC**): cubre los precios minoristas de Alimentos y Bebidas, Atención Médica y Gastos de Salud, Educación, Equipamiento y Mantenimiento del Hogar, Esparcimiento, Indumentaria, Vivienda y, finalmente, Bienes y Servicios Varios.
- Índice de Precios Internos al por Mayor (**IPIM**): mide la evolución de los precios de los productos de origen nacional e importado ofrecidos en el mercado interno.
- Índice de Precios al Productor (**IPP**): refleja la evolución de los precios de productos de origen nacional exclusivamente, por lo tanto no incluye importaciones.

El análisis de la tasa de inflación se hace considerando las variaciones contra el mes anterior, la variación con respecto al mismo mes del año pasado y el aumento acumulado de los precios desde fin del año previo. Si las tasas de inflación son positivas y crecientes, esto puede impactar en forma negativa en los precios de los valores negociables.

Indicadores Económicos de Estados Unidos

Palabras claves

Reserva Federal (FED)
market movers

Lo que ocurre con las variables económicas y financieras de Estados Unidos (EE.UU.) está también bajo la atenta observación de analistas e inversores dada su importancia mundial. La evolución de sus indicadores suelen reflejarse con mayor o menor velocidad en los precios de los distintos activos financieros de los demás países. Por ejemplo, si la autoridad monetaria de los Estados Unidos, llamada Sistema de Reserva Federal o **Reserva Federal (FED)**, decide incrementar el valor objetivo de su tasa de interés de referencia (Tasa de Fondos Federales), esto puede resultar en un aumento de las tasas en otros países.

A continuación mencionaremos algunos de los indicadores que, con mayor frecuencia, son mencionados como responsables de generar movimientos de precios en el mercado, conocidos en inglés como "***market movers***".

Nivel de actividad: el Producto Interno Bruto (PIB)

Dada la importancia de la economía de los Estados Unidos en la demanda mundial, su crecimiento constituye una variable de gran relevancia. Una diferencia significativa entre las cifras esperadas por el consenso de mercado y el valor finalmente observado puede dar lugar a ajustes de precios de bonos y acciones, tanto en este país como en el resto de los mercados del mundo.

Ventas Minoristas

Se las considera como una medida representativa de la evolución del consumo ya que, en promedio, han representado la mitad del gasto total de consumo y cerca de un tercio del PIB.

Un crecimiento de esta variable podría resultar en un aumento de los ingresos de las empresas, alzas en sus ganancias y por lo tanto en subas de los precios de sus acciones. No obstante, si las cifras muestran un crecimiento del consumo lo suficientemente fuerte como para generar presiones al alza en los precios, esto podría implicar que la Reserva Federal decida aumentar la tasa de los fondos federales, lo que afectará negativamente al precio de los bonos y de las acciones.

Palabras claves

solicitudes iniciales de seguro de desempleo
creación de nuevos puestos de trabajo
FOMC

Mercado de Trabajo

En el caso de Estados Unidos, además de la información sobre la tasa de desempleo, los indicadores sobre la situación del mercado de trabajo cubren otros aspectos relevantes. Por ejemplo, existe información sobre cuánta gente está buscando empleo, cuánta tiene uno y cuánto están pagando las empresas. Esto permite analizar la situación de la economía, del mercado de trabajo en particular y de su posible evolución en el futuro.

También se informa un indicador adelantado del nivel de empleo: la duración promedio (en horas) de la semana de trabajo. La razón de esto es que las empresas tienden a incrementar o reducir las jornadas laborales antes de tomar la decisión de contratar nuevos empleados o despedir a los contratados.

Otro indicador que se publica es la cantidad de **solicitudes iniciales de seguro de desempleo**. Esta variable mide, de forma semanal, la cantidad de solicitudes que se presentan por primera vez. En la práctica, debido a que el dato semanal puede mostrar alta variabilidad, el análisis se realiza utilizando el promedio móvil de los valores de las últimas cuatro semanas.

En el caso de Estados Unidos, los datos sobre desempleo y **creación de nuevos puestos de trabajo** tienen particular relevancia para los precios de las acciones y de los bonos. En general, si las cifras de empleo y desempleo muestran debilidad en el mercado de trabajo, no debería esperarse presiones inflacionarias y por lo tanto una suba de las tasas de interés sería menos probable, favoreciendo los precios de los activos financieros. Sin embargo, si la debilidad se asocia con un menor nivel de actividad esto se reflejaría en el volumen de ventas y ganancias de las empresas, lo cual podría afectar negativamente el precio de las acciones.

Minutas de la reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (*FOMC*)

El Comité Federal de Mercado Abierto (según la traducción literal del término en inglés "*Federal Open Market Committee*", ***FOMC***) es un grupo compuesto por los siete gobernadores del Sistema de la Reserva Federal y los presidentes de cinco de los doce bancos que componen el sistema. Como regla general, este comité se reúne ocho veces al año en la ciudad de Washington.

Las reuniones del FOMC son importantes para el mercado de capitales porque en ellas se decide sobre la política de tasas de interés que seguirá la Reserva Federal. Esto implica determinar un valor objetivo para la tasa de interés que se conoce

como Tasa de Fondos Federales o, como se la llama usualmente, tasa *Fed Funds* (por la abreviatura de *Federal Funds Rate*). Como esta tasa actúa como marco de referencia si el FOMC decide subirla, tasa de interés, las demás tasas de la economía se ajustarán al alza.

Palabras claves

Fed Funds
IPC Core

Es muy importante también conocer si la decisión del FOMC está en línea con el consenso de mercado o si existen diferencias, que podrían dar lugar a cambios en los precios de las acciones y de los bonos.

Índice de Precios al Consumidor (IPC)

Salvando las diferencias metodológicas, es el equivalente al IPC argentino. Como los precios de algunos componentes de este IPC, tales como alimentos y energía, tienen una variabilidad mayor a la del resto de los componentes, los analistas monitorean una medida acotada del IPC que excluye estos dos grupos. Esta medida se conoce como IPC núcleo (o *IPC Core*, según el término en inglés) y resulta un indicador más estable y representativo del aumento del nivel general de precios.

Si el *IPC Core* aumenta por sobre las expectativas del mercado, puede ser una señal de futuros aumentos de las tasas de interés, y afectaría negativamente a los precios de los bonos y las acciones.

Índice de Precios al Productor (IPP)

Este índice mide los precios pagados por los productores antes de que se fije el precio de venta (que incorporará impuestos, costos de comercialización, de distribución, etc.). Como los precios al productor comprenden tanto bienes de consumo como bienes de capital, es razonable que una parte de los aumentos se traslade a los precios finales. De este modo, detectando primero las presiones inflacionarias a nivel de los productores, los analistas buscan anticipar los aumentos que en el futuro podrían producirse a nivel minorista, y que serán reflejados por el Índice de Precios al Consumidor (IPC).

En la práctica, al igual que con el IPC, se suele utilizar el IPP excluyendo las categorías de alimentos y energía, conocido como *IPP núcleo o IPP Core*.

Palabras claves

nuevas construcciones residenciales
índice ISM
Institute Supply Management

Ingresos y gastos personales

Las cifras sobre ingresos y gastos personales mide la dirección y la fortaleza del consumo. Por ejemplo, los inversores prestan atención a si el consumo se está dirigiendo a bienes durables, a bienes no durables o a servicios, para así elegir las acciones de las empresas que reflejarán la conducta de los consumidores.

Nuevas construcciones residenciales

Se puede interpretar que, en general, los constructores no iniciarán una nueva obra a menos que tengan expectativas positivas sobre su venta en el futuro. Por eso esta variable da una importante señal sobre las perspectivas de la industria de la construcción, influyendo sobre los mercados de bonos y acciones.

Si la cantidad de nuevas casas construidas disminuye, esto puede interpretarse como una señal de posible desaceleración de la economía y menores tasas de interés en el futuro, que podría favorer el precio de los bonos públicos.

En el caso de las acciones, la relación es inversa: la caída del indicador se interpretaría como una mayor probabilidad de un menor nivel de actividad a futuro, con la consecuente reducción de los ingresos y de las ganancias de las empresas.

En la práctica, como las cifras sobre **nuevas construcciones residenciales** presentan mucha variabilidad entre los diferentes meses del año, resulta conveniente utilizar un promedio móvil de los datos de los últimos cinco meses.

Índice ISM de manufacturas

El *índice ISM* de manufacturas (recibe su nombre de las iniciales del *Institute for Supply Management*, que es la institución que lo elabora), surge como resultado de encuestas a más de 300 gerentes de empresas de 21 sectores productivos de Estados Unidos. En ellas se recopila información sobre la evolución de la producción y de las nuevas órdenes de compra, los retrasos en las entregas, los niveles de inventarios propios y de los clientes, y sobre el nivel de empleo contratado. También se pregunta sobre las exportaciones, las importaciones y los precios que pagan las empresas por sus compras. A partir de lo que ocurra con el índice ISM, se infiere lo que puede estar ocurriendo con el nivel de actividad.

Si el índice es mayor a 50 puntos, se considera que la industria manufacturera está en expansión y que el crecimiento de la economía es saludable. Un valor del ISM entre 50 y 42.7 puntos indica que aunque la industria manufacturera está en un terreno de contracción, la economía aún crece aunque a un ritmo muy bajo. Un valor inferior a los 42.7 puntos implica que la economía puede estar en recesión y que no habría crecimiento económico.

Si el crecimiento de la economía medido por el ISM de manufacturas es positivo y se encuentra dentro de lo esperado por el mercado, esto favorecerá a los precios de las acciones y de los bonos. Sin embargo, si el ISM muestra un crecimiento acelerado, esto puede tener un efecto negativo por los temores a que presiones inflacionarias impulsen una suba de las tasas de interés.

Nuevas órdenes de producción de bienes durables

Esta variable muestra el valor monetario de los pedidos recibidos por productores domésticos para elaborar nuevos bienes durables de producción para entrega inmediata y futura. Estas cifras brindan información sobre el grado de ocupación que tendrán las empresas que producen esos bienes en los meses siguientes. Por lo tanto, es un indicador adelantado de la producción industrial y de los gastos en bienes de capital a nivel agregado.

Si este indicador muestra un crecimiento muy fuerte, y superior al esperado, los precios de los bonos pueden caer por temor a un crecimiento que genere presiones inflacionarias que impliquen subas de las tasas de interés. Sin embargo, una suba moderada de este indicador puede favorecer los precios.

En la práctica, como este indicador tiene una de las mayores variabilidades en cuanto a los datos publicados, y las cifras pueden ser revisadas de forma sustancial de un mes a otro, se utiliza el promedio móvil de los últimos tres valores mensuales y la tasa de variación interanual.

Antes de concluir el capítulo, recordemos que la cantidad de indicadores disponibles supera ampliamente los aquí mencionados y que la selección por parte del inversor o analista dependerá de su criterio y conocimiento.

Anexo VII

Principales Indicadores de la economía argentina

Indicador	Frecuencia de Publicación	Fuente	Período Informado
Producto Interno Bruto (PIB)	Trimestral	Instituto Nacional de Estadística y Censos www.indec.gov.ar	Trimestre previo al de publicación
Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE)	Mensual	Instituto Nacional de Estadística y Censos www.indec.gov.ar	Segundo mes anterior al de publicación
Ventas Mensuales de supermercados	Mensual	Instituto Nacional de Estadística y Censos www.indec.gov.ar	Mes previo al de publicación
Ventas Mensuales de Centros de Compra ("*Shopping Centers*")	Mensual	Instituto Nacional de Estadística y Censos www.indec.gov.ar	Mes previo al de publicación
Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP)	Mensual	Instituto Nacional de Estadística y Censos www.indec.gov.ar	Mes previo al de publicación
Indice de Confianza del Consumidor (ICC)	Mensual	Universidad Torcuato Di Tella www.utdt.edu	El mismo del mes de publicación
Estimador Mensual Industrial (EMI)	Mensual	Instituto Nacional de Estadística y Censos www.indec.gov.ar	Mes previo al de publicación
Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC)	Mensual	Instituto Nacional de Estadística y Censos www.indec.gov.ar	Mes previo al de publicación
Indicadores del Mercado de Trabajo (Empleo y desempleo)	Trimestral	Instituto Nacional de Estadística y Censos www.indec.gov.ar	Trimestre previo al de publicación
Reservas Internacionales del Banco Central	Diaria	Banco Central de la República Argentina www.bcra.gov.ar	Se informa el dato de 2 días hábiles antes de la fecha de publicación
Resultado Fiscal (Saldo primario)	Mensual	Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas www.mecon.gov.ar	Dos meses previos al de publicación
Recaudación Tributaria	Mensual	Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas www.mecon.gov.ar	Mes previo al de publicación
Depósitos del sistema bancario	Semanal	Banco Central de la República Argentina www.bcra.gov.ar	Los datos comprenden hasta la semana previa a la de publicación
Tasas de interés	Diaria	Banco Central de la República Argentina www.bcra.gov.ar	Se informa el dato de 2 días hábiles antes de la fecha de publicación
Índices de Precios (IPC, IPIM, IPP)	Mensual	Instituto Nacional de Estadística y Censos www.indec.gov.ar	Mes previo al de publicación

Anexo VIII

Principales Indicadores de Estados Unidos

Indicador	Frecuencia de Publicación	Fuente	Período Informado
Nivel de Actividad - PIB (" *Gross Domestic Product - GDP*")	Trimestral	Bureau of Economic Analysis, dependiente del U.S. Department of Commerce www.bea.gov	Trimestre anterior al de publicación
Ventas Minoristas *("Retail Sales ")*	Mensual	Bureau of the Census, dependiente del U.S. Department of Commerce www.census.gov	Mes previo al de publicación
Mercado de Trabajo *("Employment Situation")*	Mensual	Bureau of Labor Statistics, dependiente del U.S. Department of Labor www.bls.gov	Mes previo al de publicación
Nuevas solicitudes de subsidios por desempleo *("Initial Jobless Claims ")*	Semanal	U.S. Department of Labor www.dol.gov	Semana anterior a la de publicación
Minuta de las reuniones del Comité de Mercado Abierto (" *FOMC* ") de la Reserva Federal *("FOMC Meeting Announcement ")*	Cada vez que se reune el FOMC.	Federal Reserve Board www.federalreserve.gov	n/a
Indice de Precios al Consumidor *("Consumer Price Index ")*	Mensual	Bureau of Labor Statistics, dependiente del U.S. Department of Labor www.bls.gov	Mes previo al de publicación
Índice de Precios al Productor *("Producer Price Index ")*	Mensual	Bureau of Labor Statistics, dependiente del U.S. Department of Labor www.bls.gov	Mes previo al de publicación
Ingresos y Gastos de las personas *("Personal Income and Outlays")*	Mensual	Bureau of Economic Analysis, dependiente del U.S. Department of Commerce www.bea.gov	Mes previo al de publicación
Nuevas construcciones residenciales *("Housing starts ")*	Mensual	Bureau of the Census, dependiente del U.S. Department of Commerce www.census.gov	Mes previo al de publicación
Índice ISM de Manufacturas *(" ISM Manufacturing Index ")*	Mensual	Institute for Supply Management www.ism.ws	Mes previo al de publicación
Nuevas Órdenes de Bienes Durables *("Durable Goods Orders ")*	Mensual	Bureau of the Census, dependiente del U.S. Department of Commerce www.census.gov	Mes previo al de publicación

Capítulo 15

Derivados financieros

En este capítulo nos concentraremos en el estudio de los denominados "derivados financieros", algunos de los cuales se negocian en mercados organizados mientras que otros se operan en el ámbito extrabursátil, en nuestro país y en los mercados internacionales. Definiremos a los derivados en forma genérica para luego introducir los futuros y las opciones, sus principales características y sus potenciales usos como mecanismos de cobertura, inversión y arbitraje. También explicaremos las garantías que exigen los mercados organizados para operar este tipo de productos.

Palabras claves

activo subyacente
derivados financieros
derivados no financieros

¿Qué son los derivados?

Los derivados constituyen una "clase particular" dentro del amplio conjunto de instrumentos financieros. En términos generales, representan operaciones o contratos entre dos partes que asumen derechos y obligaciones económicas a una fecha futura determinada. Una de las principales características de los derivados es que su precio depende o se "deriva" de la cotización de otro activo, denominado **"activo subyacente"**.

En la actualidad existe una gran cantidad de activos subyacentes sobre los cuales se crean los derivados. Dentro de los denominados **"derivados financieros"**, cuyo nombre hace referencia a que el activo subyacente es algún instrumento o variable de tipo financiero, podemos encontrar a las acciones, bonos, monedas, índices bursátiles, tasas de interés, riesgo de crédito, entre otros. Asimismo, existe otro conjunto de activos subyacentes vinculados a la economía real, tales como los metales preciosos (oro, plata, cobre, etc.), cereales (trigo, maíz, soja, etc.), productos energéticos (petróleo, gas, electricidad, etc), por mencionar los más comunes dentro de la categoría de los **"derivados no financieros"**. También, existen derivados más "exóticos" vinculados a otro tipo de variables no financieras como por ejemplo la tasa de inflación, o bien vinculados a hechos o acontecimientos de naturaleza fortuita, como el clima, el resultado de una competencia deportiva o una elección presidencial, por citar algunos ejemplos.

Es importante detenernos un instante para dejar en claro la diferencia de este tipo de operaciones respecto a las que denominamos operaciones de contado. En estas últimas, en las cuales se negocian instrumentos financieros como las acciones, los títulos públicos u obligaciones negociables, el intercambio del dinero y de los valores negociables involucrados entre el comprador y el vendedor se realiza al momento de acordar o concertar la operación[1]. En cambio, los derivados se negocian en el mercado a plazo, es decir las condiciones de la compraventa se acuerdan al momento de la concertación de la operación, pero la liquidación se realiza en una fecha futura predeterminada en el correspondiente contrato.

[1] Recordemos que la liquidación de las operaciones de contado puede efectuarse dentro de un plazo máximo de hasta cinco días hábiles desde su concertación, siendo el plazo estándar de liquidación las 72 horas hábiles bursátiles.

Antes de dedicarnos al estudio de este tipo de operaciones, veamos un sencillo ejemplo para entender uno de los principales usos, que es el vinculado a la cobertura de riesgos *(hedge)*.

> Supongamos que un productor de girasol va a cosechar sus semillas dentro de tres meses y desea asegurarse hoy el precio al cual venderá su producto. Al mismo tiempo, una empresa que produce aceite de girasol desea fijar hoy el precio a pagar por su materia prima, es decir las semillas de girasol. Vemos entonces que hay una necesidad de intercambio (operación) a plazo (tres meses) de semillas de girasol (activo subyacente) entre el comprador (empresa aceitera) y el vendedor (productor de semillas). Mediante un contrato derivado, ambas partes pueden fijar los términos y condiciones en los que se producirá el intercambio a plazo y así eliminar el riesgo de fluctuación del precio de las semillas. Es decir, realizan una cobertura o se "cubren" de las variaciones adversas en el precio del activo subyacente, que en nuestro ejemplo implicaría una disminución en los próximos tres meses del precio de las semillas para el productor que las cosecha y un incremento en el precio a pagar por la empresa aceitera por su materia prima.

Palabras claves

futuros
forwards
contratos a plazo firme
opciones
swaps

Dentro del amplio conjunto de los derivados financieros, los de mayor tradición y negociación son los **futuros**, los *forwards* o **contratos a plazo firme**, las **opciones** y los *swaps*. El ejemplo presentado en el párrafo anterior corresponde a un contrato a plazo o *forward*: un derivado financiero de tipo bilateral, concertado entre las partes, que fue antecesor al contrato de futuros.

A continuación definiremos los futuros y las opciones, por ser el tipo de contratos más comúnmente negociados. Sin embargo, debe mencionarse que en el mercado argentino existen operaciones a plazo firme sobre acciones y bonos, que permiten realizar estrategias de cobertura y especulación respecto al valor futuro de los activos subyacentes.

Los futuros y las opciones

Un contrato de futuros constituye un acuerdo para comprar o vender a un precio especificado una determinada cantidad del activo subyacente en una fecha futura predeterminada. Como mencionamos anteriormente, los activos sobre los cuales se pueden constituir contratos de futuros pueden ser no financieros, como por

Palabras claves

cobertura
posición especulativa
arbitraje

ejemplo soja, petróleo, etc., o bien financieros como divisas, tasa de interés e índices bursátiles. En este tipo de contratos ambas partes asumen la obligación de comprar o vender el activo subyacente en la fecha de vencimiento del contrato, si bien, como veremos más adelante, existen mecanismos para "cerrar la posición" compradora o vendedora antes de su fecha de vencimiento.

A diferencia de los contratos a plazo o *forwards* que se operan en el ámbito extrabursátil, los futuros que se negocian en bolsas y mercados poseen características estandarizadas para facilitar su negociación y posterior liquidación.

Como introducción al tema, podemos definir a las opciones como un tipo de contrato derivado que otorga al comprador o "titular de la opción" el derecho, pero no la obligación, a comprar (opciones de compra) o vender (opciones de venta) una cantidad específica del activo subyacente a un precio predeterminado, llamado precio de ejercicio, en cualquier momento y hasta la fecha de vencimiento de la opción. Por su parte el vendedor de una opción, denominado "lanzador", queda obligado o comprometido, siempre que el comprador decida ejercer su derecho, a comprar o vender el activo subyacente al precio de ejercicio. Para obtener el derecho, el titular debe pagar una "prima" al lanzador de la opción.

A continuación presentamos los principales usos de los futuros y opciones, y algunos ejemplos.

Usos de los derivados como herramienta de cobertura, inversión y arbitraje

Los mercados de derivados han tenido un rápido y significativo crecimiento en las últimas tres décadas, tanto en su volumen de operaciones como en la variedad y tipo de contratos disponibles. Entre los distintos participantes de este mercado se distinguen básicamente tres, de acuerdo al uso que le dan a estos contratos. Por una parte, se encuentran aquellos que buscan realizar operaciones de **cobertura** (el productor de semillas y la empresa aceitera de nuestro anterior ejemplo), los que invierten o asumen una **posición especulativa** sobre el precio del activo subyacente (continuando el ejemplo, un inversor que no se dedica a la producción de semillas pero quiere obtener una ganancia por el aumento en su precio) y, por último, aquellos que toman posiciones opuestas o inversas en el mercado de contado y en el mercado de futuros, en busca de un beneficio por **arbitraje** o diferencia entre los precios de ambos mercados. A continuación presentamos a cada uno de estos participantes, con sencillos ejemplos que buscan clarificar la diferenciación que acabamos de realizar.

Las operaciones de cobertura con contratos derivados

Ya sea que el contrato derivado tenga como activo subyacente un instrumento de carácter financiero (acciones, bonos, índices bursátiles, etc) o no financiero (maíz, oro, petróleo, etc), el objetivo que se persigue es cubrirse frente al riesgo de un movimiento adverso en el precio del activo subyacente del contrato. Para entender la naturaleza de este tipo de operaciones, veamos ejemplos de cobertura mediante la utilización de un contrato de futuro y luego de una opción.

Utilización de un contrato de futuro como cobertura

Supongamos que una empresa automotriz argentina ha firmado un contrato de venta de 200 automóviles a una empresa de EE.UU. Una vez finalizada su producción, la entrega de los automóviles se realizará dentro de seis meses, al igual que el pago, el cual se efectuará en dólares estadounidenses. El tipo de cambio, a la firma del contrato, es de $3,50 por dólar. La gerencia financiera de la empresa automotriz desea asegurar hoy el valor en pesos que recibirá por la venta de los 200 automóviles, dado que la mayor parte de sus costos de producción están denominados en pesos.

Así, la empresa busca cobertura respecto a un movimiento adverso en el precio futuro del dólar, que en este caso sería ocasionado por una apreciación de la moneda nacional, (por ejemplo, que dentro de seis meses el tipo de cambio sea de $2,80 por dólar).

Para ello puede recurrir al mercado de derivados y vender un contrato futuro de dólares (activo subyacente) a un precio de $3,50 por dólar (precio del futuro) con vencimiento en seis meses. Si, al momento de recibir el pago, el tipo de cambio es de $3 por dólar, la empresa recibirá una menor cantidad de pesos cuando concurra al mercado de cambios a vender esos dólares. Pero, al mismo tiempo, tendrá una ganancia de $0,50 por dólar por ser el vendedor del futuro a $3,50 por cada dólar[2].

[2] En general, en los contratos de futuros no se estipula la efectiva entrega del activo subyacente (en nuestro ejemplo, dólares estadounidenses) sino que, como veremos más adelante, se compensan diariamente las diferencias entre el precio del contrato de futuro y el precio del mercado de contado.

Palabras claves

prima
coberturista

En síntesis, la empresa automotriz no desea especular sobre el valor que tendrá dentro de seis meses el tipo de cambio peso/dólar, ni correr el riesgo de un movimiento adverso en su valor. Por eso asume una posición vendedora en el mercado de futuros que le permite determinar hoy el valor equivalente en pesos de los dólares que recibirá por la venta de los 200 automóviles dentro de seis meses.

Utilización de un contrato de opción como cobertura

Imaginemos un inversor que en su portafolio de inversiones cuenta con acciones de una empresa petrolera cuyo precio actual es de $50. Los analistas estiman que a consecuencia de un menor crecimiento de la economía mundial disminuirá la demanda de petróleo y por lo tanto su precio. Ante este escenario adverso, el inversor desea tomar una cobertura ante la posible baja en el precio de la acción. A tal fin, puede comprar una opción de venta a un precio de ejercicio de $50 con vencimiento en tres meses, para lo cual deberá pagar una **prima**. De este modo, si la acción dentro de los próximos tres meses cae por debajo de los $50, podrá ejercer su derecho a vender las acciones de la empresa petrolera al precio de ejercicio del contrato de opción de venta, es decir a $50 por acción. Por el contrario, si el precio se mantiene por encima de los $50 el inversor no ejercerá la opción y asumirá como un costo de cobertura el precio que pagó por la prima.

En los ejemplos de utilización de futuros y opciones como herramientas de cobertura, queda claro que lo que se busca es evitar que un movimiento adverso en el precio del activo subyacente (tipo de cambio peso/dólar en un caso y la acción de la compañía petrolera en otro) perjudique la situación patrimonial del inversor o "**coberturista**".

Los contratos derivados como instrumento de inversión

Pongamos como ejemplo a un inversor que no se encuentra vinculado en modo alguno a la actividad agropecuaria, pero considera que en los próximos meses el precio de la soja aumentará y desea obtener ganancias por invertir en esta oleaginosa. A tal fin, puede adquirir contratos de futuro sobre la soja, logrando así que el

resultado de su inversión dependa de la evolución del precio de dicho *commodity*. Si el precio futuro de la soja se incrementa, obtendrá beneficios, de igual modo que el productor lo haría por vender su cosecha a un precio superior.

Palabras claves

arbitrajistas

Consideremos ahora un inversor que espera que, en los próximos meses, el precio de la acción de la empresa XYZ, que en la actualidad cotiza a $5, tenga un comportamiento alcista, dado que es probable que reporte importantes ganancias y anuncie el pago de dividendos. El inversor podría entonces adquirir opciones de compra a un precio de ejercicio de $6, para lo cual deberá pagar una prima que supongamos es de $0,5 por acción. Así, tendrá derecho a comprar a $6 las acciones de XYZ hasta la fecha de vencimiento de la opción. Si, durante la vigencia del contrato de opción, la cotización de XYZ llegara, por ejemplo, a $8, el inversor podrá ejercer su derecho a comprar cada acción que compone el contrato o "lote" (generalmente de 100 acciones) a $6, obteniendo una ganancia de $1,5 por acción.

El uso de los futuros y opciones como instrumentos de inversión implica asumir una posición comprada o vendida en un contrato de futuro o en una opción. Ello, en virtud de tener una expectativa alcista o bajista sobre la evolución en el futuro del precio del activo subyacente del contrato.

Las operaciones de arbitraje con futuros y opciones:

Antes de presentar los ejemplos, entendamos previamente el significado de una operación de arbitraje: supone la obtención de una ganancia sin correr riesgo, por medio de operaciones simultáneas de compraventa de un activo en diferentes mercados. Este puede ser el caso, por ejemplo, de las acciones de una empresa argentina que se negocian en la BCBA y en el NYSE Euronext. En determinados momentos de la rueda de operaciones, puede presentarse la situación de que la cotización de la acción en la BCBA sea inferior a la registrada en el NYSE (una vez que esta última se ha convertido a pesos, ya que el ADR en el NYSE se negocia en dólares). Aquí es donde entran en juego los "**arbitrajistas**", comprando las acciones en Buenos Aires y realizando la simultánea venta en el NYSE, obteniendo así una ganancia por la diferencia de precios.

En el caso de los contratos derivados, las operaciones de arbitraje buscan obtener ganancias a partir de la diferencia de precios entre la cotización de contado del activo subyacente y su correspondiente contrato de futuro y/o opción, lo cual dependerá a su vez de la tasa de interés vigente en el sistema financiero.

Los futuros financieros: principales características y nociones básicas de valuación

Antes de avanzar con la descripción de los futuros, marcaremos las diferencias con los contratos *forward* que, como mencionamos anteriormente, son su antecesor inmediato y comparten algunas de sus características.

Ambos tipos de contratos constituyen un acuerdo entre partes para comprar o vender un activo (de carácter financiero o no) en una fecha futura a un precio determinado. Sus diferencias se encuentran principalmente en sus especificaciones técnicas, el ámbito de negociación y cotización, y las garantías exigidas. En el siguiente cuadro resumimos las principales diferencias en forma esquemática:

	Futuro	Forward
Términos del contrato	Estandarizados	A medida, según acuerdo de las partes
Negociación del contrato	En un mercado organizado	Directa entre las partes
Garantías	Exigidas por el mercado	Se pactan entre las partes
Garantía de liquidación	Mercado contraparte central	Riesgo de contraparte
Cotización (liquidez)	Cotización pública	Sin cotización pública
Liquidación diaria de pérdidas y ganancias	Se calculan en forma diaria	No aplicable
Forma de liquidación al vencimiento	Generalmente, por diferencia de precios	Generalmente, con entrega física del subyacente

Las especificaciones de los contratos de futuros

Acabamos de mencionar que una de las diferencias entre los futuros y los *forwards* es el grado de estandarización del contrato. En los primeros, es el mercado donde se negocia el que determina las especificaciones técnicas, entre las que se encuentran las siguientes:

- **Activo subyacente**: es el activo objeto de la compraventa a futuro sobre el cual se realiza el contrato, el que puede ser de naturaleza financiera o no financiera.
- **Tamaño del contrato**: se refiere a la cantidad del activo subyacente que se está negociando por cada contrato de futuro.
- **Fechas de vencimiento**: indica las fechas de vencimiento habilitadas para la negociación (en general el último día hábil de cada mes).
- **Margen de garantía inicial**: es el monto de dinero, generalmente expresado como porcentaje del tamaño del contrato, que las partes deberán mantener en depósito mientras tengan abierta una posición (ya sea compradora o vendedora).
- **Liquidación diaria de pérdidas y ganancias**: al cierre de las operaciones del día, se determinan las pérdidas y ganancias de las posiciones abiertas. En caso de diferencias positivas (ganancias) se acreditan en la cuenta del comprador o vendedor, en tanto que las pérdidas deben ser depositadas antes del inicio de la próxima rueda de operaciones.
- **Forma de liquidación del contrato**: con entrega física del activo subyacente, o por diferencia de precios. En el primer caso, usualmente empleado para activos no financieros como por ejemplo un futuro sobre maíz, el mercado especifica la calidad o grado de calidades de la mercadería que el vendedor deberá entregar al comprador, como así también las condiciones y lugar de entrega. En el segundo caso, habitual en activos financieros como un futuro sobre dólar, el mercado determina el activo de referencia o *benchmark*[3] que se utilizará para liquidar, por diferencia de precios, el contrato al vencimiento.
- **Cupo máximo o límite de posiciones**: dado que los mercados actúan como contraparte central en la liquidación de las operaciones, establecen la cantidad máxima de contratos o posiciones abiertas que puede mantener cada intermediario. El cupo se determina en función de la diferencia entre la cantidad de contratos de posición compradora y los de posición vendedora.

Palabras claves

activo subyacente
tamaño del contrato
fechas de vencimiento
margen de garantía inicial
liquidación diaria de pérdidas y ganancias
forma de liquidación del contrato
cupo máximo o límite de posiciones

[3] Por ejemplo, en el caso de los contratos de futuro de tipo de cambio en nuestro país, se emplea como activo de referencia el tipo de cambio de referencia calculado por el BCRA (Comunicado A3500).

ilustraciones

Precio teórico de un contrato de futuros

El precio teórico de un futuro surge del precio del activo subyacente en el mercado de contado o *spot*, la tasa de interés que rige en el mercado para tomar fondos prestados y los ingresos que genera el activo subyacente, durante la vigencia del contrato. Es decir:

Precio teórico del Futuro = Precio de contado + costo de financiamiento – rendimiento

donde:

Precio de contado: es el precio del activo subyacente en el mercado de contado o *spot*.

Costo de financiamiento: representa el costo de tomar dinero prestado para la compra del activo subyacente, más su costo de almacenamiento o custodia.

Rendimiento del activo: es el rendimiento o ingreso que genera el activo subyacente. Por ejemplo, los pagos de rentas y amortización para instrumentos de renta fija, y dividendos para el caso de acciones.

Veamos un ejemplo simplificado para entender mejor como se determinaría el precio teórico de un contrato de futuro sobre acciones de la empresa XYZ que vence dentro de tres meses. Si la cotización en el mercado de contado es de $100, la tasa de interés para tomar dinero prestado es de 11% anual (tasa trimestral del 2,75%) la acción paga un dividendo de $1 en ese período, entonces el precio teórico del futuro será de $101,75.

Precio teórico del Futuro = $100 + $2,75 - $1 = $101,75

Esto significa que el precio del futuro es igual al valor que surge de tomar el dinero prestado para comprar la acción en el mercado de contado, sumarle los intereses por el préstamo y restarle los dividendos que se reciben por la tenencia de la acción.

Sin embargo, si el precio del futuro en el mercado de contado no es igual al precio teórico se presenta la posibilidad de realizar una operación de arbitraje: supongamos que, manteniendo todo lo demás constante, el precio en el mercado de futuros de la acción de XYZ es de $110. Entonces, las operaciones que haría un arbitrajista serían las siguientes:

- Tomar $100 prestados a tres meses, al 11% anual, para comprar la acción en el mercado de contado. Por lo tanto, tendrá que devolver $102,75 al cabo de los tres meses.
- Comprar a $100 la acción en el mercado de contado.
- Vender un contrato de futuro sobre la acción para un plazo de tres meses a $110.

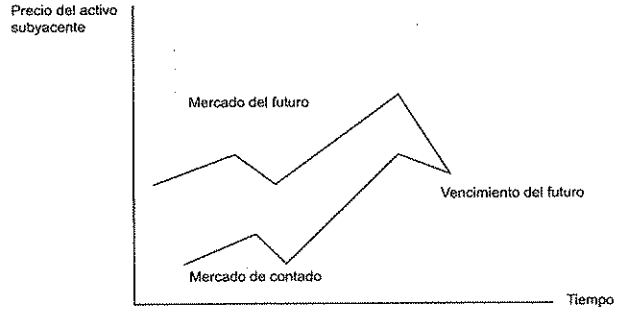
Vemos como el arbitrajista operó simultáneamente en dos mercados –en el de contado y en el de futuro– y sin utilizar capital propio, pues tomó dinero prestado para comprar las acciones, obtiene una ganancia de $7,25 por acción.

Este tipo de oportunidades son de muy corta duración ya que, como consecuencia de los arbitrajes, los precios en el mercado de contado y de futuros se ajustan rápidamente.

En general, los precios futuros son más altos que los precios en el mercado de contado. Aunque puede suceder lo contrario en los casos en los que el rendimiento del activo es alto y el costo de almacenamiento o custodia bajo. También puede ocurrir que haya una demanda puntual del activo o cuestiones de estacionalidad que elevan el precio de contado por encima del de futuro.

Convergencia del precio del futuro al precio de contado

Al aproximarse la fecha de vencimiento o entrega del contrato de futuro, su precio debería converger o acercarse en forma gradual al precio del activo subyacente en el mercado de contado. De no producirse esta convergencia, tendríamos una nueva posibilidad de ejecutar una operación de arbitraje que provocará, finalmente, la igualación entre ambos precios. En el siguiente gráfico mostramos cómo este tipo de operaciones hará que el precio del futuro y el de contado se aproximen cuanto más cercana esté la fecha de vencimiento del contrato:



Palabras claves

posición corta
short position
posición larga
long position

Antes de concluir esta sección dedicada al estudio de los futuros, definamos dos términos que se utilizan para describir la situación de un participante de este mercado. Se dice que un inversor tiene una **posición corta** (*short position*) cuando es vendedor de un contrato de futuro, y que es titular de una **posición larga** (*long position*) cuando es comprador de un contrato de futuro.

Por ejemplo, un productor de maíz asumirá una posición corta en contratos de futuro de maíz, en tanto que un productor industrial que requiere ese insumo tendrá una posición larga. Por su parte, un inversor o arbitrajista podrá tomar cualquiera de las dos posiciones según cúal sea su estrategia de inversión. En el cuadro que presentamos a continuación resumimos los usos de los contratos de futuro y los objetivos que buscan los distintos participantes de este tipo de mercados de derivados:

Ilustraciones

Uso	Compra del futuro *(long)*	Venta del futuro *(short)*
Cobertura	Se asegura el precio de compra del activo subyacente, se cubre ante una posible suba en el precio	Se asegura el precio de venta del activo subyacente, se cubre ante una eventual disminución en el precio
Inversión	Especula con una suba en el precio del activo subyacente	Especula con una baja en el precio del activo subyacente
Arbitraje	Busca obtener beneficios por diferencias entre el precio de contado del activo subyacente respecto al precio del contrato de futuro.	Busca obtener beneficios por diferencias entre el precio de contado del activo subyacente y el precio del contrato de futuro.

Los contratos de opciones

A diferencia de los futuros, las partes que intervienen en este tipo de contratos tienen diferentes derechos y obligaciones. Así, el comprador adquiere el derecho, pero no la obligación, a comprar o vender una determinada cantidad del activo subyacente, al precio establecido y hasta la fecha de vencimiento del contrato. Para ello, deberá pagar al vendedor una prima, que representa el precio del derecho que está adquiriendo. Por su parte, el vendedor recibe la prima y queda obligado a comprar o vender el activo subyacente en caso que el comprador decida ejercer su derecho.

De modo similar a los futuros, el mercado donde se negocia este tipo de contratos es quien determina sus especificaciones técnicas que resumimos a continuación:

Activo subyacente: generalmente son de carácter financiero (tales como acciones, bonos, índices bursátiles, monedas, etc.)

Precio de ejercicio: es el precio al cual el "titular" o comprador de la opción tendrá derecho a comprar o vender el activo subyacente objeto del contrato. Es decir es el precio al cual se puede "ejercer" la opción.

Fecha de vencimiento: es la fecha en la que expira o vence el derecho para el ejercicio de la opción.

Prima: es el importe que el titular paga por obtener el derecho a comprar o vender el contrato., es decir es el precio de la opción.

Lote: es el tamaño del contrato y constituye la unidad mínima de negociación conformada por una determinada cantidad del activo subyacente. Por ejemplo, si el activo subyacente son acciones, en general cada lote contiene 100 acciones.

Palabras claves

activo subyacente
precio de ejercicio
fecha de vencimiento
prima
lote
americanas
europeas

Tipos de contratos de opciones

Existen dos tipos de opciones diferentes, "americanas" y "europeas", que se definen en función del momento en que el inversor puede ejercer su derecho (y no del mercado o ámbito geográfico donde se negocian). Así, se denominan opciones **americanas** a aquellas en las que el comprador puede ejercer su derecho a comprar o vender el activo subyacente en cualquier momento y hasta la fecha de vencimiento.En cambio, en las denominadas opciones **europeas**, el derecho sólo puede ser ejercido el día de vencimiento del contrato.

En nuestro mercado, las opciones que se negocian son del tipo americanas.

Las opciones de compra o *calls*

Una opción de compra o call otorga a su titular o comprador el derecho, pero no la obligación, a comprar una cantidad específica del activo subyacente a un precio determinado denominado precio de ejercicio hasta la fecha de vencimiento. El comprador de la opción de compra pagará una prima por el derecho al vendedor o lanzador.

Para comprender mejor los distintos objetivos del comprador y vendedor de un *call* , desarrollamos a continuación un ejemplo con el "análisis de pérdidas y ganancias" de cada uno de ellos.

Tipo de contrato de opción: compra o *call*
Activo subyacente: acciones de ABC S.A.
Fecha de vencimiento: 17 de abril
Precio de la acción de ABC en el mercado de contado: $5,90
Precio de ejercicio de la opción: $6,00
Precio de la opción de compra (prima): $0,20
Fecha de negociación: 25 de febrero
Lotes negociados: 50
Tamaño del lote: 100 acciones

Si un inversor compra 50 lotes, deberá pagar una prima de $0,20 por acción para adquirir el derecho a comprar 5.000 acciones de ABC a un precio de $6 en cualquier fecha anterior al 17 de abril. El monto de la inversión inicial será de $1.000 (50 lotes x $0,20 x 100 = $1.000). El vendedor o lanzador de la opción percibe los $1.000, y queda obligado a vender 5.000 acciones de ABC al precio de $6 si el comprador decide ejercer su derecho. En este último caso, el comprador deberá pagar al vendedor del *call* $30.000 (5.000 x $6 =$30.000) a cambio de las 5.000 acciones de ABC.

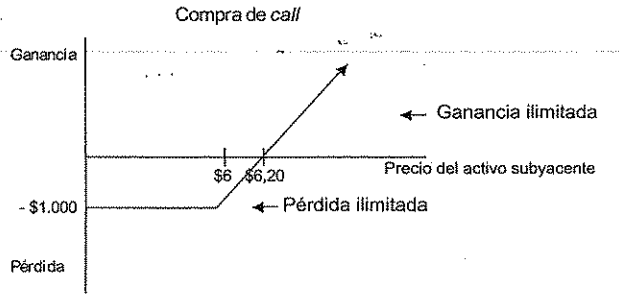
Supongamos que al mes siguiente de haber comprado la opción, la acción de ABC sube a $7, permitiendo al el titular o comprador obtener una ganancia de $0,80 por acción si ejerce su derecho, pues el costo de compra es de $6 por acción más los $0,20 que pagó de prima. Si decide ejercer la opción, pagará $30.000 al lanzador y automáticamente podrá vender las acciones de ABC a $7 en el mercado de contado, obteniendo una ganacia de $4.000 de acuerdo con el siguiente esquema:

- $1.000	25/2	Egreso por la compra de 50 lotes de ABC a $0.2 por acción
- $30.000	25/3	Egreso por el ejercicio de la opción (compra de 5.000 acciones a $6 por acción)
+ $35.000	25/3	Ingreso por la venta de 5.000 acciones a $7 en el mercado de contado
+ $4.000		**Ganancia por ejercicio de la opción de compra**

Cuanto mayor es el precio en el mercado de contado, mayores serán las ganancias por la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de contado.

Ahora supongamos que el precio de ABC en lugar de incrementarse a $7 disminuye a $5 y se mantiene en este precio hasta la fecha de vencimiento de la opción. El titular no ejercerá su derecho, pues puede adquirir las acciones de ABC en el mercado de contado a $5, en lugar de $6 si ejerciera su derecho. La pérdida para el titular es de $1.000, que es justamente el importe pagado al momento de adquirir los 50 lotes. Si el precio de la acción continuara disminuyendo, las pérdidas del inversor se limitarán a la prima pagada al adquirir el call, es decir $1.000.

Del ejemplo surge que para el titular del *call* las ganancias son ilimitadas y las pérdidas son limitadas, conclusión que podemos observar en el siguiente gráfico:



Ahora analicemos la posición del vendedor en una estrategia de **lanzamiento descubierto** de una opción de compra. El mismo asume la obligación de tener que vender el activo subyacente al precio de ejercicio (en nuestro ejemplo vender acciones de ABC a $6) siempre que el comprador decida ejercer su derecho.

Por asumir dicha obligación de venta, el lanzador cobra la prima de $1.000. Si el precio del activo subyacente no supera al precio de ejercicio antes de la fecha de vencimiento de la opción, la misma no será ejercida por el comprador, y por lo tanto el lanzador tendrá una ganancia máxima de $1.000. Por el contrario, si el precio del activo subyacente supera al precio de ejercicio, la opción será ejercida debiendo el lanzador vender las 5.000 en acciones a $6. En este último caso, el lanzador registrará una pérdida que será creciente en función de la diferencia entre el precio del mercado de contado y el precio de ejercicio de la opción.

En síntesis, para el vendedor o lanzador de una opción de compra, la ganancia se encuentra limitada (por el importe de la prima cobrada) y las pérdidas son ilimitadas: cuanto mayor sea el precio de contado mayor será la pérdida, dado que estará obligado a vender al precio de ejercicio). Gráficamente:

Palabras claves
lanzamiento descubierto

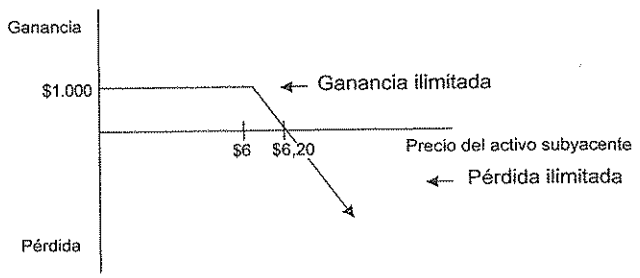
Ilustraciones

Palabras claves

lanzamiento cubierto

ilustraciones

Venta de *call*



Una estrategia que podría llevar adelante el lanzador, para limitar o acotar su pérdida, es adquirir la cantidad necesaria del activo subyacente a entregar al comprador de la opción, en el caso de que este decida ejercer su derecho de compra. Esta estrategia se denomina **lanzamiento cubierto** de una opción de compra. En nuestro ejemplo, el lanzador deberá tener en su portafolio 5.000 acciones de ABC al momento de tomar la posición lanzadora.

Opción de venta o *put*

Una opción de venta o *put* otorga a su titular o comprador el derecho, pero no la obligación, a vender una determinada cantidad específica del activo subyacente a un precio determinado denominado precio de ejercicio hasta la fecha de vencimiento. El comprador de la opción paga una prima por el derecho al vendedor del *put*, quien queda obligado a comprar las acciones en caso de ejercicio.

La compra de un *put* es similar a la contratación de un seguro. Cuando un individuo adquiere una póliza de seguro para el hogar paga por ello una prima mensual. En el caso de que se produzca un incendio, el comprador de la póliza o asegurado podrá reclamar a la compañía de seguros que le cubra los daños. En otras palabras, ante un hecho que perjudicó su patrimonio, el comprador de la póliza puede ejercer su derecho de cobertura.

De igual modo, un inversor, al adquirir una opción de venta, obtiene cobertura ante una disminución del precio del activo subyacente, protegiendo el valor de su portafolio de inversiones de potenciales bajas en las cotizaciones.

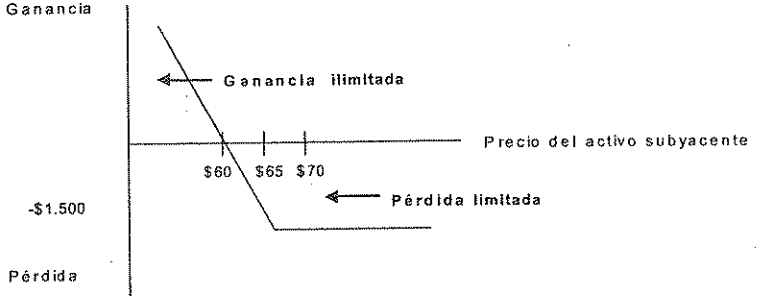
Veamos un ejemplo para analizar el perfil de pérdidas y ganancias del titular y del lanzador de una opción de venta o *put*.

Tipo de contrato de opción: venta o *put*
Activo subyacente: acciones de XYZ S.A.
Fecha de vencimiento: 17 de abril
Precio de la acción de XYZ: $70,00
Precio de ejercicio de la opción: $65,00
Precio de la opción de venta (prima): $5
Fecha de negociación: 25 de febrero
Lotes negociados: 3
Tamaño del lote: 100 acciones

Supongamos que un inversor cuenta con una tenencia de 300 acciones de XYZ y desea tomar una cobertura ante una baja en su precio por debajo de los $65 en los próximos dos meses, por lo tanto adquiere una opción de venta. Para obtener el derecho a vender sus 300 acciones a un precio de $65 (precio de ejercicio), debe comprar 3 lotes y pagar una prima de $5 al vendedor del put, es decir $1.500 (3 x 100 x $5 = $1.500).

Mientras la cotización de XYZ se mantenga por encima de $65, el precio de ejercicio de la opción, el comprador no ejercerá su derecho y por lo tanto soportará una pérdida equivalente a la prima pagada. Si la cotización baja a un rango de entre $60 y $65, el comprador podrá disminuir su pérdida ejerciendo su derecho de venta a $65. Finalmente, a partir de una cotización de XYZ inferior a los $60, el comprador del *put* comenzará a obtener ganancias o bien limitar la pérdida en su portafolio de inversiones. En este último caso, compensará la caída en el precio de sus 300 acciones de XYZ con la diferencia que obtendrá por ejercer su derecho a vender estas acciones al precio de ejercicio de $65. Todo esto se resume en el gráfico a continuación:

Compra de un *put*

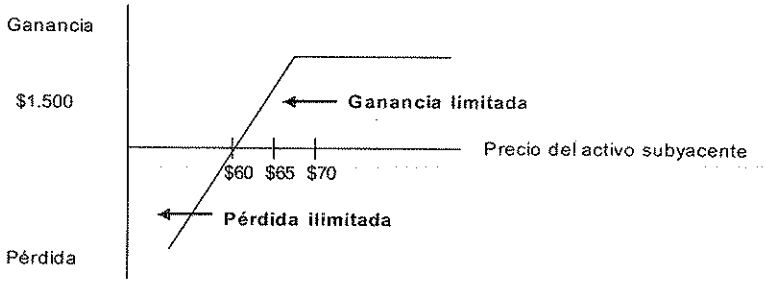


ilustraciones

Como se ve en el gráfico, el comprador de una opción de venta tiene una pérdida máxima limitada (equivalente al importe de la prima pagada) y ganancias sin límite, que serán crecientes en función de la diferencia entre el precio de ejercicio de la opción y la cotización de la acción en el mercado de contado.

Analicemos ahora la situación del vendedor de un *put*. Mientras el precio del activo subyacente supere los $60 obtendrá un beneficio por el no ejercicio de la opción, estando la ganancia máxima limitada al importe de la prima cobrada, en nuestro ejemplo $1.500. A partir de una cotización inferior a los $60, comenzará a registrar pérdidas, puesto que el comprador ejercerá su derecho de venta y estará obligado a comprar acciones de XYZ a un precio de $65. Por lo tanto, el vendedor de un *put* tiene una ganancia máxima limitada al importe de la prima cobrada, en tanto que soportará pérdidas crecientes en función de la diferencia entre el precio de ejercicio y la cotización de la acción en el mercado de contado. Resumiendo, su perfil de pérdidas y ganancias puede graficarse el siguiente modo:

Venta de un *put*



ilustraciones

Cabe aclarar que, en los ejemplos anteriores, tanto para las opciones de compra como para las de venta, realizamos el supuesto simplificador de que los titulares de las opciones ejercen su derecho para obtener la ganancia que resulta de la diferencia entre el precio del activo subyacente y el precio de ejercicio.

> Como el resto de los valores negociables, las opciones pueden negociarse diariamente en las bolsas y mercados de valores, de modo de transferir estos derechos a otros inversores. Por lo tanto, el titular de una opción podrá obtener una ganancia negociando su prima al precio de mercado. En este último caso, la ganancia reflejará la diferencia entre el precio al cual compró y vendió la prima, la cual crece si la opción está en condiciones favorables para ser ejercida.

Palabras claves

contraparte central
garantía inicial
ajuste a precio de mercado
o *mark to market*

Para finalizar, y a modo de síntesis, en el siguiente cuadro se presentan las diferentes operaciones que realiza cada parte involucrada en la negociación de las opciones, las expectativas futuras respecto a la evolución de la cotización del activo subyacente, como así también el perfil de pérdidas y ganancias para cada comprador o vendedor de este tipo de contrato de derivados:

Tipo de operación	Prima	Operación futura*	Expectativa (respecto de la evolución del activo subyacente)	Relación contractual	Ganancia	Pérdida
Compra de opción de compra	Paga	Compra del activo subyacente	Alcista	Derecho a comprar	Ilimitada	Limitada
Venta de opción de compra	Percibe	Venta del activo subyacente	Bajista	Obligación de vender	Limitada	Ilimitada
Compra de opción de venta	Paga	Venta del activo subyacente	Bajista	Derecho a vender	Ilimitada	Limitada
Venta de opción de venta	Percibe	Compra del activo subyacente	Alcista	Obligación a comprar	Limitada	Ilimitada

* Suponiendo que la opción es ejercida por su titular

ilustraciones

Las garantías en los mercados de derivados

Los mercados organizados en los que se negocian futuros y opciones asumen el rol de **contraparte central** de las operaciones que se conciertan en su ámbito. Esto quiere decir que, si una de las partes no puede cumplir con la obligación asumida, el mercado será el que responda. Para poder llevar adelante esta función, manteniendo su integridad financiera, cada mercado establece y solicita garantías.

Por ejemplo, cuando un inversor realiza la venta de una opción de compra en descubierto (es decir sin poseer los activos subyacentes al contrato) el Merval le exige una garantía, de acuerdo a la normativa vigente, para resguardar la capacidad de cumplimiento ante un eventual ejercicio de la opción por parte del comprador.

En el caso de los contratos de futuros, cada una de las partes debe realizar un depósito de **garantía inicial** equivalente a un porcentaje del valor del contrato. Adicionalmente, al finalizar cada rueda de negociación, se calculan las pérdidas o ganancias de cada inversor, que se denomina **ajuste a precio de mercado o *mark to market***.

Palabras claves

cierre de posiciones

El cierre de posiciones

El **cierre de posiciones** implica realizar una operación de naturaleza inversa a la efectuada inicialmente para cancelar los derechos u obligaciones contraídos.

Así, por ejemplo, si un inversor ha comprado un contrato a futuro, para cerrar su posición deberá realizar la venta de un contrato a futuro sobre el mismo activo y para la misma fecha de vencimiento. De igual modo, si un inversor ha vendido un contrato de futuro, para cerrar su posición deberá comprar un futuro sobre el mismo activo y para la misma fecha de vencimiento.

En el caso de los contratos de opciones, el cierre de posiciones actúa de modo similar a los futuros. Por lo tanto, el comprador de una opción deberá vender la misma opción (es decir, igual cantidad de lotes, activo subyacente y fecha de vencimiento) para cerrar su posición, en tanto que el vendedor de una opción deberá efectuar la correspondiente operación de compra.

Referencias

Amat, O., 2008, "Análisis de Estados Financieros", Gestión 2000.

Beker V. y Mochón F., 2007, "Economía. Elementos de Micro y Macroeconomía", McGraw-Hill.

Biondi, M., 1999, "Interpretación y Análisis de los Estados Contables", Macchi.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Reglamento de Cotización, www.bcba.sba.com.ar (ingresando en "Sociedades Cotizantes").

Brealey & Myers , 2006, "Principios de Finanzas Corporativas", McGraw Hill.

Comisión Nacional de Valores, Normas, www.cnv.gov.ar

Cox, J. y Rubinstein, M., 1985, "Option Markets", Prentice Hall.

Delgado Ugarte, J., 1999, "El Análisis Técnico Bursátil", Díaz de Santos.

Diplotti, A. G., Gutiérrez P. y Malumián N., 2006, "Fideicomiso y securitización. Análisis legal, fiscal y contable", La Ley.

Edwards, R., Magee, J. y Bassetti, W. H. C., 2007, "Technical analysis of stock trends", CRC Press.

Elbaum, M., 2004, "Administración de Carteras de Inversión", Macchi.

Elton, E. y Gruber M., 2007, "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis", John Wiley & Sons.

Erpen, M., 1999, "Cómo financiar a la empresa a través del mercado de capitales". Cuaderno de Investigación N°12 del Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

Fabozzi, F. J., 2009, "Bond Markets, Analysis and Strategies", Pearson Education (US).